Wandlungen der Diskontpolitik

Dissertation

zur Erlangung des Doktorgrades der Rechts- und Wirtschafts-
wissenschaftlichen Fakultät
der Schlesischen Friedrich-Wilhelms-Universität
zu Breslau

vorgelegt von

Gerhard Soballa
Dipl.-Volkswirt

1941

Druckerei wissenschaftlicher Werke Konrad Triltsch, Würzburg

Gedruckt mit Genehmigung der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Breslau.

1. Berichterstatter: Prof. Dr. Heinrich Rittershausen, Breslau.
2. Berichterstatter: Prof. Dr. Albert Hesse, Breslau.

R. UNIV. BIBLIOTHEEK LEIDEN

Inhaltsangabe.

A. Entstehung der Diskontpolitik.

I. Erste Anfänge diskontpolitischen Denkens ... 1

II. Bullionkontroverse ... 2

B. Entwicklung der Diskontpolitik zum Instrument der Währungspolitik.

I. Currency- und Bankingtheorie ... 4

II. Bedeutung der Bankverfassung von 1844 (Peels-Akte) für die Praxis der Diskontpolitik ... 6

III. Entwicklung auf dem Kontinent ... 9

a) Reichsbank ... 9

b) Bank von Frankreich ... 11

c) Andere Notenbanken ... 12

C. Untersuchung der währungspolitischen Wirkungen der Diskontpolitik.

I. Beeinflussung der Handelsbilanz durch Preisgefälle ... 13

II. Beeinflussung der Zahlungsbilanz durch Zinsgefälle ... 16

III. Beeinflussung der Wechselkurse und Schutz der Goldreserve ... 17

D. Wandlungen der Diskontpolitik im währungspolitischen Einsatz.

I. Diskontpolitische Hilfsmaßnahmen ... 18

II. Ende der währungspolitischen Aera der Diskontpolitik ... 22

E. Untersuchung der Wirkungen der Diskontpolitik in ihrem Wandel zu einem Bestandteil der Zinspolitik.

I. Die Bedeutung des Wechselkredits ... 24

II. Einfluß der Bankrate auf andere Geldsätze ... 26

III. Problemwandel der Diskontpolitik mit ihrem Eintritt in das System der Zinspolitik ... 31

IV. Wirkungen einer Veränderung des Einkommensfaktors Zins ... 35

a) Wirkung der Zinshöhe auf den Sparvorgang ... 35

b) Wirkung des Einkommensfaktors Zins auf die Richtung der Kapitalanlage ... 36

V. Bedeutung des Zinses als Kostenfaktor ... 38

a) Erwerbswirtschaft ... 38

1. Anlagekredit ... 38

aa) Maßstäbe der Zinsempfindlichkeit ... 38

bb) Bedeutung der Zinsbelastung in verschiedenen Wirtschaftszweigen ... 41

cc) Bedeutung der Preisgestaltung ... 48

dd) Gestaltung der Wirtschaftslage ... 49

2. Betriebskredit (kurzfristiger Kredit)

aa) Großhandel ... 50

bb) Börsenmäßiger Warenhandel und Effektenhandel ... 57

cc) Produktion ... 60

3. Psychologische Wirkungen der Diskontpolitik ... 61

4. Mögliche Einschränkungen ... 62

b) Der öffentliche Kredit ... 63

F. Zusammenfassung ... 66

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41549826_0037

A. Entstehung der Diskontpolitik.

I. Erste Anfänge diskontpolitischen Denkens.

Die Bank von England, mit deren Schicksal die Entwicklung der Diskontpolitik eng verbunden ist und bei deren Politik zuerst diskontpolitische Gedankengänge diskutiert worden sind, war aus einer 1694 gegründeten privaten Aktiengesellschaft entstanden und in erster Linie als Finanzinstitut des Staates aufgebaut. Sie besaß praktisch das Notenmonopol, ohne daß zunächst Bestimmungen über den Umfang der Notenausgabe vorlagen. Nur Bareinlösungspflicht war ihr auferlegt.

Erst mit der Ausgabe von Noten niedrigen Nennwertes im Jahre 1759 begann eine engere Fühlungnahme mit dem Erwerbsleben. Obwohl aber der Marktdiskont häufig schwankte, diskontierte die Bank seit Mitte des 18. Jahrhunderts ohne Veränderung zum Satze von 5%. Zum ersten Male wurde im Jahre 1822 auf Betreiben der Agrarpartei eine Senkung der Bankrate auf 4% vorgenommen. Eine Überschreitung dieses Satzes von 5% verbot das Wuchergesetz.

Die Gründe für die Stabilhaltung der Bankrate liegen aber offenbar nicht in der Beschränkung durch das Wuchergesetz. A r e t z[1]) weist darauf hin, daß die Bank sehr wohl die Aufhebung dieser Bestimmung schon früher hätte erreichen können, wenn sie die Diskontfestsetzung als wirtschaftspolitisches Mittel erkannt hätte und daß auch nach der Aufhebung im Jahre 1833 eine aktive Diskontpolitik nicht getrieben wurde.

Die Bankleitung ging vielmehr von der Vorstellung aus, daß die Wirtschaft bei ausreichenden Mitteln und niedrigen Sätzen des Marktes die Notenbank nicht in Anspruch nehmen würde. Sollten aber die Kreditanforderungen steigen, dann würde bei der Notenbank zu 5% Diskontkredit genommen werden und der dadurch erhöhte Notenumlauf wieder zu einer Entspannung des Geldmarktes und zu einer Senkung der Marktsätze führen.

Es ist ersichtlich, daß dieser Kreislauf versagen muß, wenn Noten durch die Finanzierung von staatlichen Aufgaben in den Verkehr gelangen oder auch, wenn eine Kreditnachfrage besteht, die

---

1) Aretz, a.a.O., S. 15.

auch noch bei einem höheren Satz als 5% auftreten würde und wenn diese Nachfrage andauert [2]).

Es ergibt sich so zwar einerseits die Auffassung, daß die Notenbank sich als letzte Kreditquelle betrachtete und eintrat, wenn dringende Kreditansprüche vorlagen, wie es bei verschiedenen Krisen der Fall war. Andererseits aber sah sie eine Diskonterhöhung nicht als das geeignete Mittel an, um gegebenenfalls einer starken Kreditnachfrage entgegenzutreten. „In den Werken Ricardos zum Beispiel ist nichts dergleichen zu finden" [3]). Der Gedanke, daß eine Einschränkung der Diskonttierungen zweckmäßig durch eine Erhöhung der Bankrate erfolgen könnte, ist erst vor der Kommission von 1832 von Norman ausgesprochen worden[4]), ohne daß damit dieses Mittel ohne weiteres in die Praxis der Diskontpolitik eingegangen wäre. Die Gedanken über die Bedeutung der Höhe des Diskontsatzes beschränkten sich vielmehr auf jene oben erwähnte Feststellung, daß die bei Verknappung der Mittel eintretende Inanspruchnahme des Diskontkredits wieder eine Entspannung des Geldmarktes und eine Rückkehr zu niedrigen Marktsätzen nach sich ziehen würde.

Offenbar wurde eine Kreditpolitik und Währungspolitik nach einheitlichen Grundsätzen überhaupt nicht getrieben. Die Diskussionen, die sich um die Währungspolitik entwickelten, zeigen das zur Genüge. „Von 1704 bis 1838 hatte der Diskont der Bank von England nur zwischen 4 (ganz ausnahmsweise 3½) und 5% geschwankt, gleichgültig, ob die Notendeckung 10% oder 100% war" [5]). Als 1831 wesentliche Goldentnahmen vorlagen, hat es die Bank „nicht einmal für notwendig erachtet, ihren Diskontsatz von 4% zu erhöhen"[6]). Jedoch muß zugegeben werden, daß „die Größe und Unberechenbarkeit der Anforderungen der Regierung der Bank eine planmäßige Beeinflussung sowohl der Kreditbedürfnisse der Erwerbswelt als auch des Geldverkehrs mit dem Auslande unmöglich machten" [7]).

II. Bullionkontroverse.

Über die Gründe der außerordentlich schwankenden Wirtschaftslage entwickelten sich weitläufige Diskussionen der öffent-

---

2) Aretz, a.a.O., S. 16/17.
3) I. M. Keynes, Vom Gelde, a.a.O., S. 152.
4) Aretz, a.a.O., S. 191.
5) Somary, a.a.O., S. 85.
6) Aretz, a.a.O., S. 180.
7) Aretz, a.a.O., S. 44.

lichen Meinung und Debatten des Parlaments und der Sachverständigen, in deren Mittelpunkt die Frage der Organisation der Geld- und Währungsverfassung stand. Wir übersehen heute, daß nicht in erster Linie währungspolitische Ursachen für diese Entwicklung verantwortlich waren. Vielmehr sind zuerst jene Tatsachen von Bedeutung, die mit dem Schlagwort „Industrielle Revolution" gekennzeichnet worden sind — die fortschreitende Umstellung der Produktionsweise auf Benützung maschineller Einrichtungen, die Verbesserung der Verkehrs- und Transportmöglichkeiten, die Entwicklung der Verteilungsorganisation — und in deren Rahmen die weltwirtschaftliche Expansion, die Durchführung wagemutiger, aber auch spekulativer Unternehmungen und kriegerische Verwicklungen sich abspielten. Die Wandlung vom Agrarstaat zum Industriestaat, die wachsende Abhängigkeit von Rohstoff- und Nahrungsmittelzufuhren und Mißernten verschärften die Krisenempfindlichkeit der Wirtschaft um so mehr, als weder der Staat noch der Einzelwirtschafter in der Lage waren, die Vielfalt der neuen wirtschaftlichen Erscheinungsformen zu übersehen und ihnen entgegenzutreten. Freilich besteht daneben, daß die Organisation des Geld- und Währungswesens parallel hierzu erst aufgebaut und entwickelt werden mußte, hierfür keine Erfahrungen vorlagen und die Einflüsse verschiedener Faktoren schwer abzugrenzen sind. Im übrigen konnte die Entwicklung weder planvoll noch stetig erfolgen, sondern unterlag den Zufällen und der Willkür sogenannter wirtschaftlicher Freiheit.

Der Widerstreit der Meinungen zwischen den Thesen der Bullionisten und Antibullionisten hat auch in der Banking- und Currencytheorie bezüglich der Diskontpolitik durchaus noch keinen eindeutigen Ausdruck gefunden, wie wir noch sehen werden.

Der Bullionreport von 1810 stützt sich auf die Theorie Ricardos, daß ungünstige Zahlungsbilanz und niedrige Wechselkurse die Folge einer übermäßigen Ausdehnung des Notenumlaufes darstellen. Es wird daher die Einschränkung der Diskontkredite und die Wiederaufnahme der Bareinlösung gefordert, die 1797 aufgehoben worden war. Damit würden die Voraussetzungen des Goldautomatismus, des automatischen Ausgleichs der Wechselkurse wieder hergestellt. In dem Versagen dieses Automatismus wird der Grund für mannigfache Krisenerscheinungen und Wirtschaftsschwankungen gesehen.

Dagegen behauptete die Gegenpartei, die Antibullionisten, daß die Notenausgabe gegen echte Handelswechsel niemals inflatorisch wirken können, da die Noten ja wieder zur Bank zurückströmten.

Hier wird also Wert auf die Zahlungsmittelversorgung der Wirtschaft gelegt. Ungünstige Wechselkurse seien nur auf eine ungünstige Handelsbilanz, auf eine Erhöhung des Goldpreises auf Grund der starken Nachfrage nach Gold zum Export zurückzuführen. Die Praxis der Diskontpolitik hätte sich daher vor allem darauf zu erstrecken, daß der Notenausgabe tatsächlich echte Handelswechsel zugrunde lägen. Die Diskonthöhe wird für unwesentlich gehalten. Offenbar richtete sich die Kritik der Antibullionisten dagegen, daß die Notenbank entgegen dem Handelswechselprinzip dem Staat große Kredite eingeräumt habe. Die Bankingschule vermißt diese Erkenntnis bei ihren Gegnern und will der inneren Kreditversorgung den Vorrang vor der Wechselkurspolitik eingeräumt wissen.

Wenn auch über die Wirkungen der Diskontveränderungen noch keine Klarheit besteht, beweisen die Diskussionen der Enqueten der Lords und Commons 1797, die Bullionkontroverse, die häufigen Parlamentsdebatten, die Enqueten von 1819 und 1832 doch etwas für unsere Untersuchung sehr wesentliches. Sie zeigen nämlich erstens die Entwicklung der Doppelnatur des Diskontproblems, die Aufgabe der innerwirtschaftlichen Kreditversorgung im Widerstreit mit dem Ziel der Einflußnahme auf Zahlungsbilanz und Wechselkurse. Es wird auch hier bereits eindeutig die Richtung ersichtlich, auf die damals nach herrschenden Currency-Auffassungen die Diskontpolitik zielt, nämlich das Gebiet der Währungspolitik und der internationalen Währungs- und Wirtschaftsbeziehungen.

B. Entwicklung der Diskontpolitik als Instrument der Währungspolitik.

I. Currency- und Bankingtheorie.

Die beiden Theorien, die sich aus der Diskussion über den Zusammenhang zwischen Geldmenge, Wechselkursen und Zahlungsbilanz ergeben, betreffen das Schicksal der Diskontpolitik, weil die Vergrößerung der Geldmenge oder des Notenumlaufs auf dem Wege der Wechseldiskontierung erfolgen kann und weil ein innerer Zusammenhang zwischen Geldmenge und äußerem Geldwert zweifellos besteht.

Die Currencytheorie geht in ihren Forderungen über die von Ricardo und vom Bullionreport vertretenen Ansichten noch hinaus. Während die Bullionisten lediglich die Einlösungspflicht seitens der

ausgebenden Notenbank verlangen, hält die Currencytheorie bei einer „mixed circulation" eine volle Deckung der Noten, die einen gewissen kontingentierten Betrag übersteigen, für erforderlich.

Nach dem Currencyprinzip folgt bei einer „reinen Metallwährung" einem Goldzufluß eine Ausdehnung des Geldvolumens. Der Geldwert sinkt, die Preise steigen, die Ausfuhr geht zurück, die Einfuhr wächst, das Gold fließt wieder ab, das Geldvolumen verringert sich. Bei einer „mixed circulation" wird aber der Notenumlauf bei Goldabfluß nicht ohne weiteres eingeschränkt. Daher muß die Regelung des Notenumlaufs an das Zu- und Abströmen von Gold geknüpft sein und mit diesen Bewegungen proportional verlaufen. Würde bei Goldabfluß die Notenmenge nicht verknappt werden, dann würde die Metallausfuhr fortdauern.

Da nun die Preise als Folgen der Geldmengenänderung betrachtet werden und die Geldmengenänderung auf eine Einschränkung oder Erweiterung der Kreditgewährung zurückgeht, entwickelt sich die Diskontpolitik aus der Currencytheorie in erster Linie als Mittel der Geldmengenregulierung. Weil sich aber die Geldmengenregelung nach den Metallbewegungen richtet, folgt als Ergebnis der Diskontpolitik ebenso der Schutz der Goldreserve als Garant der unbedingten Einlösungspflicht wie die Einflußnahme auf Wechselkurse und Zahlungsbilanz.

In der Tat ist zur Regulierung der Notenausgabe und zur Heranziehung von Gold aus dem Auslande in der Praxis die Diskontpolitik eingesetzt worden.

Auch Tooke, der als Wortführer des Bankingprinzips gilt, sieht im Diskontsatz „das große Medium" zur Regelung der Edelmetallbewegungen. Die übrigen Anhänger der Bankentheorie, auch Fullarton, erkennen die Wirkung der Diskontveränderungen keineswegs an [8]). Sie stehen auf dem alten Standpunkt der Antibullionisten, daß die Höhe des Diskonts ohne Bedeutung sei und halten an der These fest, daß eine Notenemission auf Grund von echten Warenwechseln niemals inflatorisch wirken könne. Die Banknote sei nicht, wie die Currencytheorie annahm, aus ihrer historischen Herkunft als Depositenschein zu erklären und daher als bares Geld zu behandeln, sondern sie sei wesentlich Kreditmittel und nicht vom Golde abhängig. Die Ausstellung eines Warenwechsels zeige, daß neue Güter auf den Markt gelangt seien, für deren Umsatz auch eine erhöhte Notenmenge vorhanden sein müsse.

Wir finden auch hier, daß die Meinungen bezüglich der Diskontpolitik noch innerhalb der beiden Richtungen auseinandergehen.

8) Aretz, a.a.O., S. 233.

Die lehrgeschichtliche Darstellung hat im allgemeinen die Ansicht Fullartons, die Diskontveränderung sei bedeutungslos, als typisch für die Bankingtheorie angesehen. Auf Grund der Praxis der englischen Diskontpolitik nach der Peels-Akte ist für die Currencytheorie die Hochschätzung der Diskontveränderung als regulatives Mittel als charakteristisch bezeichnet worden.

II. Bedeutung der Bankverfassung von 1844 (Peels-Akte) für die Praxis der Diskontpolitik.

In der Tat trägt die Konstruktion der Currencytheorie die Tendenz zum Einsatz der Diskontpolitik in sich. Insbesondere aber haben die Bestimmungen der Peels-Akte von 1844 zu häufigen Diskontveränderungen gezwungen.

Zunächst hat ja die Peels-Akte hinsichtlich der Notendeckung nur das zum Gesetz erhoben, was schon seit 1832 als Grundsatz des Bankdirektoriums befolgt worden war, nämlich die Manipulierung der Notenmenge nach den Goldbewegungen [9]). Die Besonderheiten und die diskontpolitischen Konsequenzen liegen jedoch in der jetzt durchgeführten Zweiteilung der Bank und in der beabsichtigten Trennung von Notenausgabe und Bankgeschäft.

Nach dem Bankgesetz von 1844 gliedert sich die Bank von England in das Issue-Department, dem die Notenausgabe obliegt, und das Banking-Department, das den Verkehr mit dem Publikum übernimmt und die üblichen Bankgeschäfte besorgt. Das Issue-Department verwaltet den eigens zur Notendeckung bereitgestellten Goldfonds, der den Notenumlauf hunderprozentig decken soll. Dem Banking-Department steht der kontingentierte Betrag von 14 Millionen Pfund zur Verfügung, der mehrfach erhöht worden war und den das Issue-Department gegen Sicherheiten in gleicher Höhe ausgeben darf. Hinzu kommen die Summen, die als Depositen beim Banking-Department eingezahlt worden sind. Das sind zusammen die Mittel, die auf dem Wege der Kreditgewährung hier der Erwerbswelt zur Verfügung gestellt worden sind.

Natürlich ist das Banking-Department gezwungen, seinerseits eine Reserve zu halten. Die Reserve kann aus Gold oder aus Noten bestehen, da ja das Banking-Department jederzeit vom Issue-Department gegen Einlieferung von Noten Gold erhalten kann und umgekehrt.

Benötigt nun der Kaufmann Gold zum Export, dann erhält er den Betrag gegen Einlieferung von Noten vom Banking-Depart-

9) Hulftegger, a.a.O., S. 162/63.

ment, das seinerseits die Noten entweder als Reserve behalten oder aber beim Issue-Department sofort gegen Gold einwechseln kann. Insoweit geht alles nach den Forderungen der Currencytheorie: wenn Gold abfließt, verringert sich proportional die 100% gedeckte Notenmenge.

Die Reserve des Banking-Departments wird aber nicht nur von Noteninhabern beansprucht, die gegen Einlieferung von Noten Gold verlangen, sie gilt ebenso als Barreserve für die dort eingelegten Depositen. Gold wird jedoch nicht nur gegen Einlieferung von Noten verlangt, sondern es werden zu Lasten der Depositen auch Schecks gezogen, gegen die die Bank Zahlung in Gold leisten muß, ohne daß ihr die zur Einlösung beim Issue-Department erforderlichen Noten zufließen.

Mill hat darauf hingewiesen, daß es einen bedeutenden Unterschied macht, ob Gold für die Zirkulation oder für den Export entzogen wird und daß es als allgemeine Regel gelten kann, „daß jeder Metallabzug für den Export aus den Depositen stattfindet“[10]). Und gerade gegen einen Goldabfluß durch Inanspruchnahme der Depositen ist die Bank machtlos. Das bringt nun das Banking-Department allzu leicht in die Lage, daß ihre Reserve zusammenschmilzt, ohne daß sich der Notenumlauf zu verringern braucht[11]) Dadurch wird die Bank gezwungen, sehr früh mit einer Krediteinschränkung oder Diskonterhöhung zu anworten, um nicht zahlungsunfähig zu werden. Denn das Issue-Department kann nach den Bestimmungen der Peels-Akte dem Banking-Department nur solange zu Hilfe kommen, als dieses Noten zur Einlösung in Gold einreichen kann. Die Bank sperrt also gegebenenfalls den Kredit für die nationale Wirtschaft, wo sie nur einen Goldabfluß für den Export verhindern möchte.

„Die ganze gewaltige Last des Kreditgebäudes, wie wir es heute haben, ruht auf der Notenreserve des „Banking-Department“ und dieselbe mag völlig aufgezehrt werden, ohne daß es der Bank möglich wäre, — wie das früher der Fall war — auf das Gold im „Issue-Department“ zu greifen, das noch übrig geblieben ist“ [12]). „Die Diskontpolitik — die Schutzwaffe der Reserve — richtet sich daher nicht nach der Metallreserve (diese hängt ihrerseits von der Höhe der Emission ab), sondern in erster Linie nach der Reserve des „Banking-Departments“ [13]).

10) zit. bei Adolph Wagner, „Geld- und Kredittheorie usw.“, a.a.O., S. 180.
11) Hulftegger, a.a.O., S. 164.
12) Hulftegger, a.a.O., S. 164.
13) Hulftegger, a.a.O., S. 46/47.

Damit hat die Eigenart einer Bankverfassung der Diskontpolitik einen Antrieb gegeben, der nicht im theoretischen System der Currency-Schule begründet liegt. Wie schon angedeutet, war die Folge dieser Bankkonstruktion eine außerordentliche Instabilität des Diskontsatzes, die in krassem Widerspruch steht zu der Praxis, die bis 1844 geübt worden war.

Hulftegger weist darauf hin, „daß der Platz London in besonders hohem Maße heftigen und plötzlichen Eingriffen von außen“[14]) unterliegt und daß darum ein Vergleich mit den übrigen Plätzen nicht ohne weiteres statthaft sei. Insbesondere kommt in Betracht, daß London der einzige freie Goldmarkt des Kontinents und einer der größten Warenumschlagsplätze der Welt ist. „Es unterliegt aber keinem Zweifel, daß die Trennung in zwei Departmente die Tendenz häufigen Wechsels des Diskonts noch erheblich verschärft hat“ [15]). Die Bank-Akte mußte 1847 und 1857 sogar suspendiert werden, um eine Kreditkatastrophe größeren Ausmaßes zu verhüten.

Nach Angabe von Hulftegger ergeben sich für Veränderungen des Diskontsatzes bei den Zentralnotenbanken für die Zeit von 1844 bis 1912 folgende Zahlen [16]):

Bank von Frankreich	119	Änderungen
Deutsche Reichsbank	205	„
Belgische Nationalbank	203	„
Niederländische Bank	195	„
Bank von England	462	„

Hieraus folgt, daß die Veränderungen des englischen Diskontsatzes bis zum vierfachen anderer Sätze heranreichen, obwohl berücksichtigt werden muß, daß die Bank von England nie die Devisenpolitik angesetzt hat, wie das andere Notenbanken getan haben [17]). Es fällt aber bei der Beurteilung der Zahlen ebenso ins Gewicht, daß bis 1852 die Diskontänderungen nicht übermäßig zahlreich waren und daher das Verhältnis für den kürzeren Zeitraum von 1852 bis 1912 noch ungünstiger wird. Erst „nach 1852 wechselte der Diskontsatz mehr und mehr, und von 1860 bis 1880 bestand in den meisten Jahren ein wilder Wechsel, das Jahr 1873 brachte es sogar auf 24 Änderungen, d. h. der Diskontsatz wechselte alle 14 Tage“ [18]). Aber auch die Schwankungen der Diskont-

14) Hulftegger, a.a.O., S. 165.
15) Hulftegger, a.a.O., S. 165.
16) Hulftegger, a.a.O., S. 166.
17) Hulftegger,a.a.O., S. 166.

höhe sind in England am größten gewesen. In dem oben untersuchten Zeitraum von 1844 bis 1912 liegen 12 Jahre, „in denen die Amplitude wenigstens 4% betrug“ [19]), während sich in Frankreich der Fall einmal, in Deutschland zweimal ereignete.

Die Ursachen der besonderen Empfindlichkeit des englischen Diskontsatzes sind schon von Tooke, Mill und anderen erkannt worden. Besonders Adolph Wagner [20]), der der Bankingtheorie nahestand, hat ausführlich die Zusammenhänge dargelegt und auf die innerwirtschaftlichen Gefahren aufmerksam gemacht, die in einer Diskontpolitik liegen, die so sehr auf währungspolitische Zielsetzungen ausgerichtet ist, daß sie das Wohlergehen der nationalen Wirtschaft dahinter zurückstellt und wegen einer starren gesetzlichen Vorschrift zurückstellen muß. Gerade das aber wäre die Aufgabe der Bank: „den gänzlich zerrütteten Credit wieder zu stützen und wenigstens nicht den an sich solventen Kaufman, welcher nur wegen der ungewöhnlichen, an ihn herantretenden Anforderungen und wegen des augenblicklichen Mangels an disponiblen Mitteln zur Erfüllung seiner Verbindlichkeiten zu stürzen droht, einem zwecklosen Ruine oder doch einem unnötigen Vermögensverluste preiszugeben“ [21]).

III. Entwicklung auf dem Kontinent.

a) Reichsbank.

Nach dem Siege über Frankreich 1871 bestanden in Deutschland noch 31 Notenbanken [22]). Daher kann eine Untersuchung des Charakters der deutschen Diskontpolitik erst mit der Begründung der Reichsbank, die durch das Bankgesetz von 14. 3. 1875 geschaffen worden war, beginnen.

Bei der Gestaltung der deutschen Bankverfassung sind sowohl aus der oben dargelegten englischen Entwicklung, aber auch aus der eher banking-theoretisch fundierten französischen Praxis Lehre gezogen worden.

Aus der englischen Bankverfassung übernahm die neue Reichsbank die Festsetzung eines kontingentierten Notenbetrages, der nicht durch Gold gedeckt ist und die Bardeckung der darüber hinausgehenden Noten.

Die deutsche Bankverfassung ist aber hier schon soweit elasti-

18) Hulftegger, a.a.O., S. 165.
19) Hulftegger, a.a.O., S. 167.
20) Adolph Wagner „Geld- und Credittheorie usw.“, S. 167.
21) Adolph Wagner, „Geld- und Credittheorie, S. 167.
22) Eynern, a.a.O., S. 5.

scher, als sie eine weitere Ausdehnung des Notenumlaufes nicht strikt verhindert, sondern nur durch die Einführung einer Notensteuer von 5% auf den darüber ausgegebenen Betrag die Tendenz einer Geldausweitung zu beschränken versucht. „Durch dieses System der „indirekten Kontingentierung" soll nach der Absicht des Gesetzgebers die Höhe des Diskonts der Reichsbank gewissermaßen selbsttätig reguliert werden" [23]). Allerdings hat sich die Reichsbank später von solchen privatwirtschaftlichen Überlegungen bei der Festsetzung des Diskonts nicht mehr leiten lassen und trotz Überschreitung des Notenkontingents ihren Diskontsatz nicht heraufgesetzt. Nach Ansicht von v. Lumm sind auch, „alle Versuche einer automatischen Beeinflussung oder gar Regelung der Diskontpolitik, wie sie in den verschiedenen Bankgesetzen gemacht wor den sind, zu verurteilen oder wirkungslos" [24]).

Auf der anderen Seite kommt das Banking-theoretische Prinzip in der Bestimmung zur Geltung, daß der Barvorrat für die dekkungspflichtigen Noten nur $^1/_3$ zu betragen hat und die restlichen $^2/_3$ durch Handelswechsel gedeckt werden dürfen.

Schon die verhältnismäßig elastische Fassung des deutschen Bankgesetzes läßt vermuten, daß sich hier hinsichtlich der Diskontpolitik eine andere Auffassung durchsetzt. Zwar ist „der wichtigste Gesichtspunkt bei der Diskontpolitik die Pflicht der Notenbank, unter allen Umständen die Landeswährung zu schützen und sie gegenüber den Ansprüchen des In- und Auslandes aufrecht zu erhalten" [25]), und der Hauptzweck der Diskontpolitik, „die an die Bank gestellten Kreditansprüche ihren jeweils verfügbaren Zahlungsmitteln (Geld und Geldsurrogate) nach Maßgabe der gesetzlichen Vorschriften und unter Wahrung der volkswirtschaftlichen Interessen so anzupassen, daß die Zahlungsfähigkeit der Bank und die Landeswährung unter allen Umständen gesichert sind" [26]). Aber man spürt trotz der sicheren Formulierungen über den Sinn und den Anspruch des währungspolitischen Einsatzes der Diskontpolitik deutlich ein Moment der Passivität heraus. Zwar ist das oberste Ziel der Schutz der Währung, aber „innerhalb dieser Grenzen muß die Diskontfestsetzung und Veränderung immer mehr auf die Erreichung gewisser für die Allgemeinheit förderlicher Wirkungen . . . gerichtet sein" [27]).

Hier liegt bereits der Keim für das Ende dieser Diskontpolitik

23) Schmidt, a.a.O., S. 26.
24) v. Lumm, a.a.O., S. 21.
25) v. Lumm, a.a.O., S. 23.
26) v. Lumm, a.a.O., S. 7/8.
27) Schwarz, a.a.O„ S.5/6.

und zuletzt also darin, daß jede währungspolitische Maßnahme mit Hilfe der Diskontveränderung Wirkungen auf die innerwirtschaftlichen Vorgänge haben kann, die nicht beabsichtigt, unerwünscht oder gar aller wirtschaftlichen Zielsetzung konträr sind. Ein Beweis dafür ist das immer weitere Vordringen sogenannter „diskontpolitischer Hilfsmaßnahmen", über die noch zu sprechen sein wird.

b) Bank von Frankreich.

Im Gegensatz zur englischen und auch zur deutschen Diskontpolitik steht die Politik der Bank von Frankreich. Seit der Gründung der Bank durch Napoleon im Jahre 1800 bis zum Jahre 1848 bestand keine gesetzliche Beschränkung des ausgegebenen Notenbetrages. Seit 1848 ist die Notenmenge zwar begrenzt, jedoch ist diese Grenze im Laufe der Zeit immer mehr erweitert worden. „Infolgedessen ist diese Kontingentierung tatsächlich wenig wirksam" [28]).

Auch die Diskontpolitik der Bank von Frankreich ist nicht der strengen Currency-Auffassung gefolgt. Die Bank ist stets bestrebt gewesen, den Diskontsatz möglichst niedrig zu halten. So wurde auch 1876 gesetzlich bestimmt, daß der Ertrag eines höheren Diskonts als 6% der Reserve zufließen sollte. 1897 wurde die Grenze auf 5% herabgesetzt und die Erträge des höheren Diskonts fallen zu $^3/_4$ an den Staat. Damit sollte der Bank von Frankreich jedes privatwirtschaftliche Interesse an einem höheren Diskontsatz genommen werden.

Zwar spielt auch in der französischen Währungspolitik der Schutz der Barreserve und die Kontrolle der Goldbewegungen eine führende Rolle. Es wird aber hier auf den Unterschied im Charakter der Goldentzüge, zwischen dem „internal drain" und dem „external drain" Wert gelegt, auf den schon Mill bei der Kritik der Peels-Akte hingewiesen hatte. Die Bank gibt daher wohl ohne Einschränkung Gold- oder Silbermünzen für die Zirkulation ab, verlangt aber, wenn größere Beträge in Gold gefordert werden, die meist in Barren auszuzahlen sind, eine Prämie, die verschieden hoch angesetzt werden kann. Diese Politik war insbesondere deshalb möglich, weil sowohl Gold als auch Silber als Währungsmetalle fungierten.

Es wird in der Regel niemand Gold von der Bank fordern, wenn er es nicht für den Export braucht. Die Bank trifft mit dieser Maßnahme dann also vorzüglich jene Goldentzüge, die tatsächlich

28) Schmidt, a.a.O., S. 35.

einen Goldabfluß nach dem Ausland bedeuten und sie hat dabei noch die Möglichkeit, den Import gewisser Waren durch Staffelung der Prämien zu bevorzugen oder zu benachteiligen.

Natürlich verhindert, wie Schmidt [29]) zugibt, die Prämienpolitik nicht einen Goldabfluß ins Ausland. Da aber die Bank in der Lage ist, die Abgabe von Gold zu erschweren, nimmt auch die Diskontpolitik in diesem Falle eine untergeordnete Stellung ein. Es bleibt der Bank daher nur die Funktion der letzten Kreditquelle.

Im ganzen erinnert diese Auffassung der Diskontpolitik sehr an die Praxis und Theorie der Bank von England vor dem Bullionreport und repräsentiert im Kern banking-theoretische Ideen.

c) Andere Notenbanken.

Auch bei den übrigen Notenbanken des Kontinents spielt die Diskontpolitik eine ähnliche Rolle, weil deren Bankverfassungen wenigstens dem Grundsatz nach der englischen, französischen oder deutschen Konstruktion gefolgt sind, so daß sie nicht im einzelnen erörtert werden sollen. Die einzelnen Variationen der Bankverfassungen und Unterschiede in der Wirtschaftsstruktur der Länder bedingen einen mehr oder minder häufigen Einsatz der Diskontpolitik. „Die Zahl der Veränderung des Diskonts war in den Jahren 1876 bis 1907 bei der Banque Nationale de Belgique doppelt so groß wie bei der Banque de France, bei der Niederländischen Bank war sie fast dreimal, bei der Deutschen Reichsbank viermal, bei der Bank of England sechseinhalbmal so groß wie bei der französischen Zentralnotenbank“ [30]). Was die Höhe des Diskonts anlangt, so war im Durchschnitt des obigen Zeitraumes am höchsten der Diskont der Österreichisch-Ungarischen Bank, es folgen dann die Reichsbank, die Belgische Nationalbank, die Bank von England und die Niederländische Bank. Den niedrigsten Diskont hatte die Bank von Frankreich [31]).

So ergibt sich auch hier, daß die Praxis der Diskontpolitik bedingt ist „durch die gesetzlichen Vorschriften oder die Grundsätze der Banken über Kontingentierung der Notenausgabe, über Dekkung der Noten und täglich fälligen Verbindlichkeiten, sowie durch die Entwicklung des Kredit- und Zahlungsverkehrs und die Stellung, die demgemäß die verschiedenen Arten von Kreditmitteln, also wesentlich Banknote und Bankguthaben, in der Kreditgewährung der Banken einnehmen“ [32]).

29) Schmidt, a.a.O., S. 39.
30) Schmidt, a.a.O., S. 65.
31) Schmidt, a.a.O., S. 66.

C. Untersuchung der währungspolitischen Wirkungen der Diskontpolitik.

I. Beeinflussung der Handelsbilanz durch Preisgefälle.

Durch den Einsatz der Diskontpolitik ist versucht worden, auf die Gestaltung der Zahlungsbilanz und auf die Wechselkurse Einfluß zu nehmen.

Die Zahlungsbilanz kann erstens beeinflußt werden durch die Gestaltung der Handelsbilanz. Gelingt es, ein Preisgefälle zwischen wirtschaftsverbundenen Ländern zustande zu bringen, so wird der Export des Landes mit sinkenden Preisen steigen, der Export des Landes steigender Preise zurückgehen und der Import zunehmen.

Ein Preisgefälle entsteht nach der Currency-Theorie, wenn auf Grund der Goldbewegungen sich die Notenmenge verringert oder vergrößert. Vergrößerte Geldmenge bedeutet steigende Preise und umgekehrt. Die Beeinflussung des Geldmengenumlaufs erfolgt durch die Diskontpolitik.

Die andere Ansicht (so auch Hawtrey) sieht die Entstehung eines Preisgefälles unmittelbar durch die Änderung der Kreditkosten veranlaßt. Bei steigenden Kreditkosten würden Grenzunternehmer ausfallen und eine Einschränkung der Beschäftigung beginnen. Daher geht auch die Nachfrage zurück, während vorläufig noch große Vorräte vorhanden sind und aus der Produktion der letzten Periode noch dem Markt zufließen. Das führt zu einem Sinken der Preise, ebenso wie die Tendenz, die Lager infolge der Schwierigkeit, Kredit zu erlangen, zu räumen. Auch hierbei ergibt sich also als Wirkung der Diskontpolitik eine Geldmengenveränderung.

„Die Ansicht, daß eine Aufwärtsbewegung der Bankrate entweder als Ursache oder als Wirkung von einer verminderten Menge Bankgeldes begleitet ist . . ., so daß das angebliche Zusammentreffen einer hohen Bankrate mit sinkenden Preisen direkt aus der üblichen Quantitätstheorie des Geldes folgt, diese Ansicht zieht sich durch das gesamte Schrifttum des späteren 19. Jahrhunderts über diesen Gegenstand. Sie ist ein wichtiger Bestandteil der Erörterungen Marshalls in seinem „Evidence before, the Gold and Silver Commission", obwohl er glaubte, daß das neue Geld durch die Spekulation oder durch spekulative Investition seinen Weg in die Welt hinaus fand"[33]). Gleicher Meinung ist Sir Robert Giffen und Pigou. Auch Cassel nimmt an, „daß das Preisniveau von der Bankrate reguliert wird"[34]).

32) Schmidt, a.a.O., S. 112.
33) Keynes, „Vom Gelde", a.a.O., S. 153.
34) Keynes, „Vom Gelde", a.a.O., S, 153.

Diese Aufffassungen gelangen nicht nur zur Preisveränderung im Zusammenhang mit einer Geldmengenänderung, sondern sie setzen auch voraus, daß die Wirtschaftenden eine Diskonterhöhung mit einer Einschränkung, eine Diskontsenkung mit einer Steigerung ihrer Kreditansprüche beantworten. Wie wir bei der Betrachtung der Bedeutung der Kreditkostenveränderungen sehen werden, ist das nicht immer der Fall.

Die unterstellten Wirkungen können auch durch entgegengesetzt wirkende Einflüsse kompensiert oder übertroffen werden. Ob die Herstellung eines Preisgefälles gelingt, hängt ebenso von dem Verhalten der anderen Wirtschaftspartner ab. Denn einerseits wären sie in der Lage, einer Diskonterhöhung des fraglichen Landes ihre eigene Diskonterhöhung entgegenzusetzen, andererseits können zollpolitische und anders bestimmte wirtschaftspolitische Einflüsse die Diskonterhöhung unwirksam machen und die Herstellung eines Preisgefälles verhindern. Auch Zölle und Export-Dumping stellen ein Preisgefälle her oder heben ein bestehendes auf. Im Gegensatz zu einem Preisgefälle durch Geldmengenänderung wirken sie direkt, weil sie sich nur auf die Waren beziehen, die zwischen den Ländern ausgetauscht werden.

Die Wirkung der Diskonterhöhung auf das Preisniveau wird aber auch in dem Maße kompensiert, in dem zum Beispiel auf Grund einer Diskonterhöhung ausländische Kredite einströmen und die innerwirtschaftliche Krediteinengung aufzuheben vermögen. Über diese Zusammenhänge besteht offenbar keine Klarheit. Keynes meint, „diese Annahme, daß eine hohe Bankrate die gesamte Kreditbasis verkleinert, während sie gleichzeitig den Sektor, der aus Gold besteht, vergrößert, ist es wahrscheinlich, die der traditionellen Lehre zu Grunde liegt“ [35]).

Weiterhin ist im Einzelfall zu berücksichtigen, wieweit die Preisgestaltung von den Weltmarktpreisen für Rohstoffe bestimmt wird und inwieweit die Produktion des Landes auf diese Rohstoffzufuhren angewiesen ist.

Bei der Herstellung eines Preisgefälles verändern sich aber auch nicht alle Preise gleichmäßig. „Die Wirkung der Geldmenge muß je nach ihrer Verteilung auf die Einzelwirtschaften verschieden sein, da sie, entsprechend dieser Verteilung, ungleich auf den Markt kommt und als Nachfrage auf den Preis einwirkt“ [36]).

„Von einer gleichmäßigen Umstellung aller Preise auf den ver-

35) Keynes „Vom Gelde“, a.a.O., S. 155.
36) Hesse, a.a.O., Bd. II, S. 125.

schiedenen Marktgebieten als Folge der Geldvermehrung kann nicht die Rede sein, da die Erhöhung der Einkommen die Nachfrage nach den verschiedenen Gütern nicht gleichmäßig steigert und ein Sinken der Geldeinkommen sie noch weniger gleichmäßig vermindert. Die Bedürfnisse, die bei steigendem Geldeinkommen noch befriedigt werden können, sind ganz andere als die, welche bei sinkendem Einkommen noch befriedigt werden müssen. Es ist auch nicht ohne weiteres anzunehmen, daß bei einer Geldvermehrung in jeder Kasse sich die entsprechend größere Geldmenge einfindet“ [37]). Es sind aber überhaupt nur die Preise der Güter entscheidend, die mittelbar oder unmittelbar für den internationalen Warenaustausch in Frage kommen.

Ferner setzt die Ansicht, daß eine Vermehrung der Geldmenge die Preise erhöht, voraus, daß die Produktionskraft der Volkswirtschaft bereits ausgenützt ist. Die Wirkung der Veränderung der Geldseite wird ausgeglichen, solange noch Arbeitskräfte und Rohstoffe zur Produktion von Gütern zusammengeführt werden können, nach denen Nachfrage besteht, d. h. solange noch Produktionskapazitäten unausgenutzt sind. Dabei muß aber berücksichtigt werden, daß der Spielraum der Produktionsausweitung überall verschieden ist. Ebenso wie die Nachfrage sich ungleich entwickelt, ist auch die Produktionsausdehnung nur in ungleichem Maße möglich, weil geeignete Produktionsmittel, Facharbeiter, Rohstoffe und andere Voraussetzungen in verschiedenem Umfang gegeben sind oder bereitgestellt werden können. Umgekehrt wird bei einer Einengung des Geldvolumens eine Preissenkung nicht eintreten, wenn die Menge der auf den Markt kommenden Güter sich vermindert hat.

So ergibt sich: „Zahlreiche Einschränkungen müssen vorgenommen werden und zahlreiche Komplikationen bedacht werden und wenn das alles geschehen ist, dann ist aus der Theorie wirklich etwas ganz anderes geworden“ [38]).

Die Auffassung aber, daß die Herstellung eines Preisgefälles mit dem Ziele einer Exportsteigerung — denn das kommt meistens eher als das Gegenteil in Betracht — mit einem innerwirtschaftlichen Rückgang und einer Produktionsschrumpfung erkauft werden soll, hat immer mehr dazu geführt, durch direkt und partiell wirkende Maßnahmen die allgemeine Wirkung der Diskontveränderung zu umgehen. Diese Paradoxie zu überwinden, verlangt

37) Hesse, a.a.O., Bd. II, S. 126.
38) Keynes, „Vom Gelde“, a.a.O., S. 154.

allerdings eine völlige Umkehr der geld- und währungstheoretischen Auffassungen, die erst unter dem Druck der wirtschaftlichen Verhältnisse in neuester Zeit einsetzte.

II. Beeinflussung der Zahlungsbilanz durch Zinsgefälle.

Andererseits führt die Manipulierung des Diskonts zu einem Zinsgefälle zwischen den Ländern. Wie schon erwähnt, hat Tooke darauf hingewiesen, ebenso Goschen (Foreign Exchanges) und insbesondere Bagehot (Lombardstreet) [39]).

Wenn in einem Lande der Diskont hoch steht, wird es sich für den ausländischen Geldgeber lohnen, sein Kapital gerade dort anzulegen. Es werden aber auch ausländische Kredite eher prolongiert werden, wenn hier ein höherer Zinsgewinn als anderswo in Aussicht steht. Ebenso wird der Kapitalflucht entgegengewirkt, da die Anlage in einem anderen Lande dann ungünstiger ist.

Freilich müssen auch hier gewisse Bedingungen erfüllt sein, wenn ein hoher Diskontsatz Kapital aus dem Ausland heranziehen soll. Diese bestehen darin, „daß die Zahlungsfähigkeit der Borgenden und die Stabilität der Währung den auswärtigen Darlehnsgebern Vertrauen einflößen müssen“[40]).

Die Erhöhung des Diskontsatzes bei einer Notenbank kann aber auch andere Zentralnotenbanken zwingen, ihren Satz zu erhöhen. Nämlich dann, wenn, unterstützt von der bekannten Zahlungsfähigkeit des in Frage kommenden Geldnehmers und der Stabilität seiner Währung, ein starker Kapitalfluß nach dort einsetzt und dieser Kapitalfluß nunmehr die eigene Lage zu verschlechtern beginnt. Dadurch würde der Erfolg der ersten Diskonterhöhung dann wieder kompensiert.

Die Wirkung der Diskonterhöhung hängt aber auch davon ab, ob die Änderung der Bankrate eine Änderung der Marktsätze bewirkt oder nicht, (was natürlich auch für die Herstellung eines Preisgefälles gilt). Denn für das Zinsgefälle zwischen den Ländern kommen ja nicht nur die Bankrate, sondern weitgehend die privaten Sätze in Frage. Deshalb ist außerdem zu berücksichtigen, wie die Diskontpolitik des Partners wirkt, d. h. ob nun dort die Bankrate zu einer einheitlichen Zinsgestaltung führt, oder ob er durch entsprechende Reaktion die Wirkung der eigenen Diskontpolitik zunichte macht.

Die Schwankungen der Wechselkurse, auf deren Ausgleich die

39) Keynes, „Vom Gelde“, a.a.O., S. 154.
40) Hawtrey, a.a.O., S. 106

Diskontpolitik abzielt, gehen aber auch in hohem Maße auf Rechnung einer verantwortungslosen internationalen Spekulation. Diese internationale Spekulation ist in der Lage, Kapitalbewegungen durchzuführen, die nicht im geringsten mit Vorgängen der Erzeugung oder der Güterverteilung zusammenzuhängen brauchen. Wenn man daher die angenommenen Wirkungen der Diskontpolitik im innerwirtschaftlichen Bereich als richtig unterstellt, muß zugegeben werden, daß hier der Kampf gegen die Spekulation durch die Zentralnotenbank auf Kosten der soliden Wirtschaft ausgetragen wird.

Bei der Heranziehung von Auslandskapitalien durch ein Zinsgefälle ergibt sich noch das Problem, daß eine plötzliche Zurückziehung der kurzfristigen Kredite ohne Rücksicht auf das Zinsgefälle erfolgen kann. Besonders werden dann Schwierigkeiten entstehen, wenn im Vertrauen auf das Andauern der Kreditgewährung kurzfristige Auslands-Kredite langfristig ausgeliehen und angelegt worden sind. Die Krise von 1931 in Deutschland ist hierfür ein Beispiel.

III. Beeinflussung der Wechselkurse und Schutz der Goldreserve.

Die Verbesserung der Handelsbilanz durch Herstellung eines Preisgefälles wirkt auf die Zahlungsbilanz. Sie findet Ausdruck in dem Stand der Wechselkurse. Werden infolge gestiegenen Exports mehr Devisen des exportierenden Landes nachgefragt, so werden sich die Wechselkurse verbessern oder anders ausgedrückt, die fremde Valuta wird billiger werden. Ebenso werden sich die Wechselkurse verbessern, wenn ein Zinsgefälle durch eine Diskonterhöhung auf der einen oder eine Diskontherabsetzung auf der anderen Seite entsteht.

Die Wirkung auf die Zahlungsbilanz ist endgültig, wenn sie durch ein Preisgefälle, also durch erhöhten Export erfolgt. Sie ist nicht endgültig, soweit sie durch ein Zinsgefälle hervorgerufen ist.

Durch das Zinsgefälle ist es möglich, Schwankungen der Wechselkurse auszugleichen. Die Stabilität der Wechselkurse wird angestrebt, um dem Außenhandel eine gleichbleibende Kalkulationsbasis zu sichern und Auswirkungen auf das innere Preisniveau besonders über die Rohstoffpreise zu verhindern, soweit die Schwankungen dieser Preise durch Wechselkursschwankungen bedingt sind.

Solange die Wechselkurse stabil bleiben, kommen auch Metallversendungen nicht in Frage, die bei einer Goldwährung nach Er-

reichen des Goldausfuhrpunktes einsetzen würden. Somit bleibt der Goldvorrat stabil und damit das Deckungsverhältnis zu den Noten, das die Bankverfassung vorschreibt, oder das sonst erstrebt wird.

So soll also die Diskontpolitik, indem sie auf die Stabilität der Wechselkurse abzielt, ebenso den Goldvorrat des Landes schützen, wie die stete Einlösungsmöglichkeit der Banknoten gewährleisten. Das Vertrauen in die Währung zu erhalten, ist dann das letzte Ziel. Wie problematisch allerdings die hierzu gewählte Methode ist, konnte bisher schon mehrfach gezeigt werden.

D. Wandlungen der Diskontpolitik im währungspolitischen Einsatz.

I. Diskontpolitische Hilfsmaßnahmen.

Schon während der währungspolitischen Aera der Diskontpolitik wurde auf die gleichzeitig eintretenden innerwirtschaftlichen Wirkungen großer Wert gelegt, denn „die Diskontveränderungen sind zwar für den Zweck der Diskontpolitik, Schutz der Währung usw. Die wirksamsten, zugleich aber auch für Handel und Wandel außerordentlich einschneidende Maßnahmen“ [41]). Bereits in der frühesten Zeit der englischen Diskontpolitik erhob sich denn auch der Streit der Meinungen immer dann, wenn eine Krediteinengung im innerwirtschaftlichen Bereich fühlbar wurde. Deshalb liegt auch das Schwergewicht in den Ausführungen von Schwarz und von v. Lumm nicht auf den eigentlichen währungspolitischen Leistungen der Diskontpolitik — das Prinzip ihrer Wirksamkeit bedarf nur einer sehr kurzen Darstellung —, sondern auf jenen „sekundären“ Folgen, die die Diskontveränderung auf die Wirtschaftenden des Landes direkt ausübt. Denn „in der Allgemeinheit der Wirkung, die in dem Anziehen der Diskontschraube liegt, ruht eben zwar ihre Stärke und Wirksamkeit, zeigen sich aber auch die Nachteile dieser Maßnahmen, indem sie Schuldige und Nichtschuldige, solide und unsolide Geschäfte und Unternehmen gleich stark trifft“ [42]). Auch Plenge bedauert, daß es schlimm sei, „daß die Zentralbank, wenn sie um ihrer eigenen Deckung willen ihren Zins verändert, damit den Zins des ganzen Landes in gleicher Proportion ändern muß“ [43]).

41) Schwarz, a.a.O., S. 7.
42) Schwarz, a.a.O., S. 8.
43) Plenge, a.a.O., S. 103/104.

Über die tatsächlichen Wirkungen der Diskontveränderungen im binnenwirtschaftlichen Bereich wird noch ausführlich zu sprechen sein.

Es ist jedenfalls offensichtlich, daß der Folge der Kausalreihe nach bei der Herstellung eines Preisgefälles eben jene innerwirtschaftlichen Wirkungen die primären sind und die eigentlichen Ziele der damaligen Diskontpolitik die Beeinflussung der Zahlungsbilanz, der Wechselkurse und der Schutz der Goldreserve auf sekundäre Wirkungen zurückgehen. Erst wenn die Diskontveränderung im inneren Wirtschaftsbereich gewirkt und das Preisniveau verändert hat, wird über die Handelsbilanz auch die Zahlungsbilanz beeinflußt.

Die Herstellung eines Zinsgefälles freilich wirkt direkt. Ihre Wirkung ist auch weitaus weniger problematisch. Aber auch hier geschieht nicht eins ohne das andere. Der Versuch, ein Zinsgefälle herzustellen, wird immer zugleich jene unterstellten binnenwirtschaftlichen Wirkungen nach sich ziehen.

„Kein Wunder, daß man im Laufe der Zeit sich nach immer neuen, weniger allgemein und heftig wirkenden Hilfsmitteln umgesehen hat, um die Diskontveränderungen, namentlich die Erhöhung des Diskonts, nach Tunlichkeit zu vermeiden“ [44]). Diese Maßnahmen sind die sogenannten diskontpolitischen Hilfsmaßnahmen. Sie bezwecken einerseits die Unterstützung der Diskontpolitik, die Stärkung ihres Einflusses auf die Wirtschaft, so daß von der Diskontveränderung nicht so starker Gebrauch gemacht werden muß, um ihre Ziele zu erreichen und ersetzen andererseits die Diskontpolitik, indem sie Mittel anwenden, die auf die Goldbewegung nicht sekundären, sondern unmittelbaren Einfluß haben.

Als diskontpolitische Hilfsmaßnahmen kommen in Frage die Diskontierung zu Vorzugssätzen, die Offen-Markt-Politik, die Verzinsung der Depositen der Notenbank, die zinslose Bevorschussung von Goldtransporten, die Erhöhung des Goldkaufpreises, die Devisenpolitik, die Goldprämienpolitik und als letztes Mittel die Restriktion.

Setzen wir den Fall, daß die Marktzinssätze tief liegen, der Diskont aber hoch ist, sodaß der Einfluß der Bankrate auf die übrigen Geldsätze verloren geht, weil die Rediskontmöglichkeit bei der Zentralbank nicht in Anspruch genommen zu werden braucht. In Konkurrenz zur Notenbank diskontieren dann die Privatbanken zu niedrigeren Sätzen. Dieser Konkurrenz wegen haben die Noten-

---

44) Schwarz, a.a.O., S. 8.

banken sich oft selbst nicht an den offiziellen Diskontsatz gehalten und bestimmtes Wechselmaterial zu niedrigeren Vorzugssätzen diskontiert, um „den betreffenden Zentralbanken auch in den kapitalreicheren Teilen des Landes zu Zeiten der Geldflüssigkeit Diskontmaterial von bester Qualität“ [45]) zuzuführen, „ohne sie zu zwingen, allzu häufig Änderungen des offiziellen Satzes vorzunehmen“ [46]).

Es konnte diese Methode aber nur solange angewandt werden, als es die Rücksicht auf die Ausdehnung des Geldvolumens, d. h. also letzten Endes auf den Goldvorrat, zuließ. Insbesondere folgt aber hier die Notenbank dem Marktdiskont, so daß die gleiche Maßnahme, die den Kontakt mit der Wirtschaft sichern soll, als Preis den Verzicht auf den regulativen Einfluß der Bankrate auf den Geldmarkt verlangt. Dann aber kann hier die Zentralbank den Einfluß auf die internationalen Geldbewegungen insofern verlieren, „weil für die internationalen Goldströmungen und für die Gestaltung der fremden Wechselkurse hauptsächlich der Börsensatz (= Marktrate) maßgebend ist“ [47]).

Gegen die Anwendung von Vorzugszinssätzen sprechen noch verschiedene Gründe [48]), auf die hier nicht eingegangen werden kann, da sie nichts für den Wandel der Diskontpolitik besagen. Jedenfalls „hat die Reichsbank seit dem Jahre 1896 nicht mehr zu Vorzugssätzen diskontiert“ [49]).

Von der gleichen Absicht geleitet, die Diskontveränderung auf die Marktsätze wirksamer zu machen, ist auch die Methode, durch An- und Verkauf von Wertpapieren durch die Zentralnotenbank eine Versteifung oder Verflüssigung des Geldmarktes zu erreichen. Der Offen-Marktpolitik ist mitunter große Bedeutung beigelegt worden. Auch die Rentenkonversion d. J. 1935 in Deutschland ist dadurch ermöglicht worden, daß die Notenbank durch Ankauf von Papieren das Kursniveau erhöhen und damit die Renditen senken konnte. Dazu muß bemerkt werden, daß es wohl immer leichter ist, auf dem Markt Wertpapiere zu kaufen als sie später wieder zu verkaufen, ohne die Kurse zu drücken, wenn dies unerwünscht ist.

Ebenso ist vorgeschlagen worden, die Depositen der Notenbank zu verzinsen, um „die Stellung der Notenbanken, insbesondere der Reichsbank, am Geldmarkt wieder zu befestigen“ [50]). Es erhebt sich

45) v. Lumm, a.a.O., S. 27.
46) v. Lumm, a.a.O., S. 27.
47) v. Lumm, a.a.O., S. 26—35.
48) v. Lumm, a.a.O., S. 34.
49) v. Lumm, a.a.O., S. 33.
50) v. Lumm, a.a.O., S. 36.

aber dann die Frage, wie die Bank jene Depositen anlegen soll. Ferner besteht die Gefahr, daß diese Depositen im Falle einer Kreditein engung zuerst abfließen würden. Aber auch, wenn dieser Fall wegen des der Reichsbank entgegengebrachten Vertrauens nicht eintreten sollte, „könnten dadurch die Schwierigkeiten am Geldmarkte insofern noch verschärft werden, als diese Gelder anderen Kreditinstituten entzogen würden, die nun wieder auf die Notenbank zurückgreifen müßten“ [51]).

Diesen Maßnahmen stehen andere gegenüber, die die Diskontveränderung soweit wie möglich entbehrlich machen sollen. Einmal kann dafür gesorgt werden, daß der Goldzufluß erleichtert wird, ohne daß der Diskont erhöht zu werden braucht. Anderseits kann man bemüht sein, Goldabflüsse zu erschweren.

Die Erleichterung eines Goldzuflusses kann geschehen durch zinslose Bevorschussung von Goldtransporten aus dem Ausland. Die Zinsersparnis bezieht sich zwar nur auf kurze Zeit, aber es kommen hierbei auch sehr große Summen in Betracht.

In England ist besonders die Erhöhung des Goldankaufspreises bevorzugt worden. Das hängt damit zusammen, daß London allein einen freien Goldmarkt besitzt. „Wird nun dieses Gold vom Auslande begehrt, so muß die Bank, da eben der Goldmarkt ein freier ist, einen höheren Satz zahlen, um sich das Gold zu sichern, bzw. dem ausländischen Begehr das Gold zu verteuern“ [52]). Ebenso sind in England zinslose Darlehen gegen die Verpflichtung gegeben worden, die Rückzahlung in Neugold vorzunehmen [53]).

Als Mittel, um Goldabflüsse zu verhindern, kommt auch die Devisenpolitik in Betracht. Wenn die Notenbank sich bemüht, in Zeiten günstiger Wechselkurse einen Devisenfonds zu bilden, können im Bedarfsfall Devisen abgegeben, ein direkter Goldabfluß verhindert und auf die Wechselkurse eingewirkt werden, solange Devisenbestände vorhanden sind.

Eine Erschwerung des Goldexportes liegt auch vor, wenn die Notenbank abgenützte Münzen abgibt, die zwar im Inlande vollgültig sind, aber im internationalen Verkehr ein Disagio aufweisen; allerdings nur solange, als sie nicht sofort zu Zahlungen an das Ursprungsland verwandt werden [54]). Ebenso sind für die Abgabe von Barrengold, das für den Export meistens begehrt wird, höhere

---

51) v. Lumm, a.a.O., S. 37.
52) Schwarz, a.a.O., S. 11.
53) Schwarz, a.a.O., S. 11.
54) Schwarz, a.a.O., S. 16.

Preise gefordert worden entsprechend dem Disagio der Goldmünzen.

Die Goldprämienpolitik der Bank von Frankreich hat schon direkt den Charakter einer Importsteuerung.

Wie Schwarz[55]) betont, wurden die Prämien durchaus differenziert, je nachdem es sich um dringenden oder weniger dringenden Import handelte oder Goldabflüsse auf spekulative Geschäfte zurückgingen.

Als strengstes Mittel kommt die Verweigerung der Diskontierung bestimmter Wechsel, d. h. die Restriktion in Betracht. Hiervon hat zur Verhinderung spekulativen Goldexports sowohl die Bank von England als auch die Bank von Frankreich Gebrauch gemacht[56]).

Im Interesse der Ersparung von Gold als Zirkulationsmittel sind weiterhin die „goldsparenden Zahlungsmethoden" gefördert worden. Auf die Fehlschlüsse, die auf der falschen Beurteilung der sogenannten Geldsurrogate hinsichtlich ihrer Geldfunktion beruhen, kann hier nicht eingegangen werden.

II. Ende der währungspolitischen Aera der Diskontpolitik.

Trotz dieser Schwierigkeiten und trotzdem die Rücksicht auf die Binnenwirtschaft immer mehr Beachtung forderte, ist auf die Diskontpolitik zunächst nicht verzichtet worden. Jedoch wurde sie immer seltener zum unmittelbaren Schutz gegen Goldabflüsse eingesetzt. „Schon zur Aufrechterhaltung des internationalen Kredits eines Landes empfiehlt es sich im allgemeinen nicht, natürlich begründete Goldabflüsse durch Diskonterhöhungen oder sonstige Maßnahmen zu erschweren. Von den 33 Diskonterhöhungen, die die Reichsbank in den letzten 20 Jahren von 1892 bis 1911 vorgenommen hat, sind denn auch nur 3 hauptsächlich zum Schutze des Goldes gegen den Abfluß ins Ausland nötig gewesen . . . bei 9 Diskonterhöhungen bildete die drohende Goldausfuhr einen Nebenfaktor und der größte Teil, nämlich 21, erfolgte lediglich im Hinblick auf die Lage des heimischen Geldmarktes.

Eine Diskonterhöhung wird aber stets notwendig sein, wenn Goldabflüsse so umfangreich und andauernd sind, daß die Landeswährung dadurch gefährdet erscheint; unter Umständen auch dann, wenn große Goldentziehungen nicht in der legitimen Waren- oder Geldbewegung, sondern in Arbitrageoperationen begründet

55) Schwarz, a.a.O., S. 17.
56) Schwarz, a.a.O., S. 19.

sind, die lediglich den Zweck haben, augenblickliche Unterschiede in den Diskontsätzen oder in den an den großen Börsenplätzen notierten Kursen von Devisen, Wertpapieren, Banknoten oder Münzen gewerbsmäßig auszunutzen. Ebenso ist es Aufgabe der Diskontpolitik, unberechtigten Ansprüchen des Auslandes zu spekulativen Zwecken sowie Kapitalabwanderungen entgegenzuwirken, wenn solche durch umfangreiche Emissionen ausländischer Wertpapiere hervorgerufen werden, die wirtschaftspolitisch oder politisch als nachteilig anerkannt sind“ [57]).

Es ist evident, daß mit dem Übergang vom Freihandel zur Schutzzollpolitik und weiter zu Ein- und Ausfuhrverboten die Herstellung eines Preisgefälles durch die Diskontveränderungen immer mehr in Frage gestellt oder ganz unmöglich gemacht worden ist. Solange aber die Währungen der Länder noch durch das Goldwährungssystem verbunden waren, behielt die Diskontpolitik wenigstens für die Richtung der internationalen Kapitalanlage ihre Bedeutung. Der hohe Diskontsatz in Deutschland in der Nachkriegszeit hatte tatsächlich den Sinn, ausländische Kredite heranzuziehen.

Der Versuch, den alten Mechanismus, der sich vor dem Weltkriege bewährt hatte, wieder herzustellen, ist gescheitert. Die Möglichkeit seines Funktionierens lag in dem verhältnismäßigen Gleichgewicht der wirtschaftlichen Kräfte, das der große Krieg und die wirtschaftlichen Folgen des Friedensdiktats zerstört hatten. Der größte Teil der Goldbestände der Welt war in den Besitz der USA, Frankreichs und Englands gelangt, nach und nach sahen sich immer mehr Länder gezwungen, vom Goldstandard abzugehen.

Der tiefere Grund liegt wohl in dem Wandel der wirtschaftlichen und politischen Auffassungen, denen die wirtschaftliche Not nur um so eher zum Durchbruch verhalf. Nach langem Zögern und in letzter Stunde griff die staatliche Wirtschaftspolitik insbesondere in Deutschland auch entscheidend in die Sphäre der Außenwirtschaft ein. Mit der Einführung der Devisenbewirtschaftung, der Kontrolle und Steuerung des Imports und Exports und der internationalen Kapitalbewegungen hatte die Diskontpolitik ihre viel umstrittene Rolle als Währungspolitik ausgespielt.

Es bleibt dann noch festzustellen, unter welchen Voraussetzungen die Diskontpolitik als Faktor der inneren Wirtschaftspolitik steht, welche Möglichkeiten und Grenzen ihr gegeben sind oder welche Aufgaben noch auf sie warten.

---

57) v. Lumm, a.a.O., S. 15.

E. Untersuchung der Wirkungen der Diskontpolitik in ihrem Wandel zu einem Bestandteil der Zinspolitik.

I. Die Bedeutung des Wechselkredits.

Die Grundlage der Diskontpolitik ist der Wechselkredit. Es erhebt sich zunächst die Frage, ob bei dem heutigen Stand der Wirtschaft und der erkennbaren Richtung der Wirtschaftsentwicklung dem Wechsel noch die bedeutende Rolle zukommt, insbesondere deshalb, weil mit der sinkenden Bedeutung des Wechselkredits auch der Einsatz der Diskontpolitik schwieriger werden würde.

Die Bedeutung des Wechselkredits hängt ab von der jeweiligen Wirtschaftsstruktur. Entstanden ist der Wechsel in der kommerziellen Sphäre. Je mehr die Entwicklung der industriellen Produktion fortschreitet, je mehr also das Leihkapital in feste Formen erstarrt, desto mehr muß die Bedeutung des Wechselkredits zurückgehen. Mit anderen Worten, es ist ein Kreditbedarf im Vordringen, der wesentlich langfristig ist, und dem vor allen Dingen das Prinzip der Selbstliquidität mangelt.

Aber auch für den kurzfristigen Betriebskredit ist mit der Entwicklung der Großindustrie der Wechselkredit durch Inanspruchnahme bankmäßiger Kontokorrentkredite verdrängt worden. Neben der Vereinfachung der Technik der Finanzierung ist inzwischen auch der Kostenvergleich für den Kontokorrentkredit günstiger geworden. Dasselbe gilt bei dem Umsatz größerer Summen beim Vergleich des bargeldlosen Zahlungsverkehrs und des Kontokorrentkredits. Es ist aber hier auch die Strenge des Wechselrechts eher hinderlich als vorteilhaft, weil ohnedies in die Bonität der großen Unternehmungen selten Zweifel gesetzt werden und Anlagen, laufende Produktionen und Lagerhaltung schon von vornherein Vertrauen entstehen lassen. Der Wechsel ist „als Kreditmittel besonders brauchbar, gerade im kaufmännischen Verkehr, wo nur der Personalkredit in Frage kommen kann . . .“ [58]).

Hinzu kommt, daß die weitgehende Konzentrationsbewegung in der Industrie die Wechselbegebung eingeschränkt hat. Einerseits hat die Produktion darauf hingewirkt, im Zuge des vertikalen Aufbaues großer Unternehmungen den Großhandel mehr und mehr auszuschalten, andererseits gab die Konzernbildung die Möglichkeit innerbetrieblicher Verrechnung, wo sonst Zahlung oder Inanspruchnahme von Wechselkredit möglich gewesen wäre.

Die Bildung von Kartellen und anderen Machtorganisationen der

58) Hesse, a.a.O., Bd. II, S. 164.

Wirtschaft hat aber auch auf dem Wege über die Bestimmung der Zahlungsbedingungen den Wechselverkehr zurückgehen lassen, indem häufig Barzahlung gefordert wurde. Es haben sich aber unabhängig davon auch die Zahlungssitten geändert und die Barzahlung ist in stetem Vordringen, worauf andererseits auch die gestiegene Bedeutung der Eigenfinanzierung in den letzten Jahren hinweist.

Trotzdem ist der Wechselkredit von den Banken gepflegt worden und mußte gepflegt werden, weil das Wechselportefeuille die einzige Rediskontmöglichkeit bei der Notenbank bot. Es sind also Liquiditätsgründe der Banken selbst gewesen, die der Verdrängung des Wechselkredits entgegengearbeitet haben.

Die Knappheit an Warenwechseln führte nun dazu, daß immer mehr Finanzwechsel auftauchten. Zum großen Teil haben die Banken selbst ihre eigenen Akzepte eingereicht. Beim Wechsel ist nicht ersichtlich, welchem Zweck der Kredit dienen soll und die Praxis, in dieser Form Betriebs- und Anlagekredite wenigstens zur Vorfinanzierung zu vermitteln, hat den Wechselkredit insofern diskreditiert, als sich das Vertrauen, daß dem Kredit wirklich Warengeschäfte zu Grunde liegen, verringert hat. Ein bedeutender Teil der heute diskontierten Wechsel geht obendrein auf die Kreditnahme des Staates zurück. Mit der Verschiebung des Schwergewichts vom Warenwechsel auf den Finanzwechsel wird aber auch begründet, daß die Bedeutung des Wechselmaterials, auf das die Bankrate unmittelbar wirkt, auch in dem Maße zurückgeht, indem ein immer erheblicherer Teil der Wechsel auf den besonderen Markt der Privatdiskonten abfließt. Der Wechsel ist nicht nur Kreditmittel, sondern auch Anlagepapier.

Somit ergibt sich, daß sich der Sinn des Wechsels wesentlich gewandelt hat. Nicht mehr in der Tatsache des Güterumsatzes liegt das Charakteristikum, sondern es ist vielmehr der Wechselkredit lediglich durch die Form von anderen Möglichkeiten der kurzfristigen Kaufkraftübertragung unterschieden.

Für die Möglichkeit der Diskontpolitik ist jedoch nicht nur der Warenwechsel entscheidend. Maßgebend ist, ob sich der Diskontsatz der Zentralbank bei den anderen Geldsätzen durchzusetzen vermag. Das ist um so wichtiger, als Umfang und Bedeutung des Wechselkredits, auf den der Diskontsatz direkt wirkt, zurückgegangen ist.

Über die Entwicklung des Wechsel- und Buchkredits in der Zeit von 1890 bis 1913 gibt eine Statistik Auskunft, die in den Vierteljahresheften für Konjunkturforschung, 1935 Teil A Heft 3, S. 290

veröffentlicht ist. Daraus geht der Rückgang der Bedeutung des Diskontkredits in Deutschland vor dem Weltkriege hervor.

Entwicklung des Wechsel- und Buchkredits von 1890—1913.

Jahresende	Diskontkredit[59])	Akzeptkredit	Zus.	Konto-Korr. Kr.[60])	Lomb.-Kr.
	In % der Gesamtsumme				
1890	35,9	18,1	54,0	31,3	14,7
1895	32,5	19,5	52,0	35,6	12,4
1900	31,7	21,0	52,7	37,5	9,8
1905	27,6	18,6	46,2	42,4	11,4
1910	25,3	16,8	42,1	37,8	20,1
1913	26,3	18,1	44,4	43,2	12,4

Das Vordringen der Schatzwechsel zeigt eine Aufstellung, die einem Bericht der Reichskreditgesellschaft „Deutschlands wirtschaftliche Lage an der Jahreswende 1936/37“ (S. 47) entnommen ist.

Zahlen in Millionen RM.	Stand Ende Oktober				
	1928 — 1932	1933	1934	1935	1936
Umlauf an versteuerten Wechseln	12 090	8 780	8 710	10 570	11 600	—
Umlauf an Schatzwechseln (ohne Steuergutscheine)	790	1 869	1 976	2 522	3 066	rd. 3 000

II. Einfluß der Bankrate auf andere Geldsätze.

Die wesentliche Frage bleibt demnach, ob und unter welchen Umständen die Bankrate der regulative Zinssatz für die übrigen Geldsätze ist. Schon die Diskussionen der Herrschafts- und Konstatierungstheorie zeigen uns, daß es hierfür keine absolute und eindeutige Lösung gibt. Das Ergebnis wird immer von der jeweiligen Organisation der Geld- und Kreditwirtschaft abhängen.

Wir haben zunächst festzustellen, auf welch verschiedenen Grundlagen Geldsätze gebildet werden.

Die Bankrate wird von der Reichsbank festgestellt und repräs-

59) Wechsel der Kreditbanken zuzügl. Wechsel d. R.B.K, abzügl. der Hälfte der Akzeptverbindlichkeiten der Kreditbanken.

60) Debitoren der Kreditbanken abzügl. Akzeptverbindlichkeiten.

sentiert ein stabiles Element, wobei wir noch die Frage offen lassen, wonach sie festgestellt wird.

Der Lombardsatz der Notenbank richtet sich nach dem Diskont, und es besteht hier insofern keine Problematik, als auch dieser Satz von der Notenbank selbst bestimmt wird und in der Regel 1% über der Bankrate liegt.

Der Kreis der Privatdiskonteure ist heute beschränkt auf die privatdiskontfähigen Banken, die Diskontkompagnie, an der die dem Reich nahestehenden Banken beteiligt sind, die Berliner und auswärtigen Großbanken, die Reichsbank, die als Kommissonär des Reiches auftritt, ferner die großen Industrie- und Handelsfirmen, Versicherungsanstalten, Hypothekenbanken, Reichsbahn, Reichspost usw. Der Privatsatz wird weder den Reichsbankdiskont überschreiten, noch unter den Satz für Bankeinlagen heruntergehen. Es würden sonst gute Wechsel zur Notenbank abströmen, andererseits fände eine Wechselanlage kein Interesse, wenn sie nicht vorteilhafter als eine Bankeinlage wäre. Ein sehr großer Teil des diskontierten Wechselmaterials ist heute staatlicher Herkunft, wie Reichsschatzwechsel, unverzinsliche Schatzanweisungen und Solawechsel der Golddiskontbank. Die Reichsbank ist für die Feststellung des Privatdiskonts maßgebend. Sie beherrscht ihn insofern autonom, als sie den Markt beherrscht. So kann der Privatsatz dem Diskontsatz der Reichsbank vorangehen, eine Senkung der Bankrate vorbereiten, ohne daß deshalb die Bankrate nur konstatierenden Charakter hat, weil in beiden Sätzen die Richtung der staatlichen Wirtschaftspolitik zum Ausdruck kommt.

Die Entwicklung der deutschen Geldsätze von 1929 bis 1938 zeigt folgende Tabelle [61]):

in % p. a.	Reichsbank-diskont	Privat-diskont	Tägl. Geld
1929 M.-D.	7,11	6,87	7,68
1930	4,93	4,43	5,06
1931	6,91	6,78	8,37
1932	5,21	4,95	6,23
1933	4,00	3,88	5,11
1934	4,00	3,77	4,68
1935	4,00	3,15	3,77
1936	4,00	2,96	3,18
1937	4,00	2,91	2,93
1938 Oktober	4,00	2,88	2,90

61) Bericht der Reichskreditgesellschaft, „Deutschlands wirtschaftliche Lage an der Jahreswende 1938/39", S. 89.

Erst im April 1940 ist der Reichsbankdiskont auf $3^1/_2$% ermäßigt worden.

Die Auseinandersetzung hat besonders den Zusammenhang von Bankrate und Marktdiskont zum Gegenstande gehabt. Es ist darauf hingewiesen worden, daß die Banken vom Reichsbankdiskont abhängig sind, weil dies die letzte Kreditquelle für die Banken bedeutet. Aus der Herrschaft über den Geldmarkt ergaben sich verschiedene Methoden, die Banken von dieser letzten Kreditquelle abhängig zu machen. Wie schon bei den diskontpolitischen Hilfsmaßnahmen erörtert, ist früher versucht worden, durch Diskontierung zu Vorzugszinssätzen seitens der Notenbank den Anschluß an die Bewegungen von Geldangebot und Geldnachfrage zu gewinnen. Ebenso bietet heute die Offen-Markt-Politik ein Mittel, um die Sätze des Geldmarktes zu beeinflussen, indem sie die verfügbaren Mittel durch Ankauf von Wertpapieren vergrößert oder durch Verkauf verknappt. In neuerer Zeit ist durch das Reichsgesetz über das Kreditwesen vom 5. 12. 1934 eine Möglichkeit geschaffen worden, auf die Zinsfußgestaltung außerhalb der Reichsbank Einfluß zu gewinnen und diesen Einfluß durch Zusammenarbeit des Reichswirtschaftsministeriums und der Reichsbank in der Richtung der allgemeinen Wirtschaftspolitik geltend zu machen.

Das Reichsgesetz über das Kreditwesen bietet nicht nur die Möglichkeit einer weitgehenden Kontrolle der Kreditgebarung der Bankwelt, sondern auch durch die Festsetzung der Liquiditätsgrenze und der Deckungsgrenze in Wechseln die Handhabe, das Kreditvolumen der Wirtschaft zu beherrschen. Denn auf der Barliquidität der Banken ist je nach der Höhe der Liquiditätsgrenze das Kreditgebäude aufgebaut.

Dem Aufsichtsamt stehen noch weitere Möglichkeiten offen: Es kann die private Geldschöpfung völlig unterbinden, wenn bestimmt wird, das sämtliche bargeldlosen Zahlungen über die Reichsbank bzw. die Postscheckämter gehen müssen. Ferner können aber auch für den bargeldlosen Zahlungsverkehr Gebührensätze vorgeschrieben werden, die den privaten Giroverkehr so verteuern könnten, daß eine Änderung der Zahlungssitten eintreten müßte. Aber auch die Errichtung von Kreditinstituten, die Erweiterung des Gironetzes unterliegt der Kontrolle des Staates, der auch schon bestehende Institute auflösen kann (§ 29 II, K.W.G.).

Wenn wir danach fragen, welchen Einfluß die Bankrate auf die Höhe der anderen Geldsätze hat, so ergibt sich, daß der Reichsbankdiskont für alle die Kredite die obere Grenze des Geldsatzes bestimmt, deren Empfänger in der Lage sind, sich bei steigendem

Marktsatz an die Notenbank zu wenden. Für nicht rediskontfähige Wechsel kann der Satz die Bankrate zwar übersteigen, aber auch er wird durch die Höhe des offiziellen Satzes beeinflußt, weil sich die Kreditgeber hinsichtlich ihrer eigenen Kreditnahme an dem Reichsbankdiskont orientieren. Die untere Grenze der Marktsätze aber hängt einerseits von dem Einlagezins der Banken ab, andererseits aber davon, inwieweit die Banken auf die Rediskontmöglichkeit bei der Notenbank angewiesen sind. Die untere Grenze der Geldsätze kann demnach durch den Reichsbankdiskont nicht bestimmt werden. Sie kann nur erhöht werden, je mehr es gelingt, die Banken von der letzten Kreditquelle abhängig zu machen. Die Möglichkeit hierfür bietet, wie gezeigt wurde, das Reichsgesetz über das Kreditwesen, ebenso die Offen-Marktpolitik. „Der Diskont der Zentralnotenbanken ist der „tonangebende" Geldsatz; er ist von weitgehendem Einfluß auf den Zins aller kurzfristigen Kredite" [62]).

Nicht viel anders liegt die Sache auf dem Kapitalmarkt. Die schon erwähnte Offen-Marktpolitik kann hier entscheidend wirken. Es ist auch möglich, eine direkte Kapitalmarktlenkung zu treiben, durch Investitionsverbote und Emissionssperren jene Industrien zu bevorzugen und andere zurückzusetzen oder gegebenenfalls die vorhandenen Mittel für den Staat in Anspruch zu nehmen. Die Einwirkung auf den Geld- und Kapitalmarkt ist nicht nur Aufgabe der Geld- und Kreditpolitik, sondern Angelegenheit der gesamten Wirtschaftspolitik geworden, wie es ja gar nicht anders sein kann. Nur daß die Wirtschaftspolitik diese Zielsetzung bewußt herausstellt, macht den Unterschied gegenüber einer Auffassung aus, deren Politik die geld- und kreditwirtschaftlichen Folgen als sekundär ansieht.

Zwar muß eingeräumt werden, daß viele der genannten Erscheinungen zeitbedingt sind. Aber dennoch geht als bleibendes Prinzip daraus hervor, daß es möglich ist und, eine planmäßige und einheitliche wirtschaftliche Führung vorausgesetzt, immer möglich sein wird, dem staatlichen Willen in einer Zinspolitik Geltung zu verschaffen, in der die Diskontpolitik nur ein Teil ist. Sei es, daß die Diskontpolitik in dem ihr unmittelbar zugänglichen Kreise wirkt und im Sinne alter Feststellungen die anderen Sätze beeinflußt, sei es auch, daß durch andere Maßnahmen, deren Einzelheiten hier zu erörtern zwecklos wäre, weil sie von der im Zuge der ganzen Wirtschaftswandlung sich herausbildenden konkreten Situation abhän-

62) Hesse, a.a.O., Bd. II, S. 197.

gen, diese Bankrate, oder besser gesagt, jenen Zinssatz, der der Richtung der Wirtschaftspolitik entspricht, durchzusetzen.

Die weitere Annahme, daß sich die verfügbaren Mittel nach dem Markt bewegen, der den höheren Zinsfuß aufweist, und daß dadurch eine Angleichung der beiden Sätze herbeigeführt wird, erleidet allerdings Einschränkungen. Zwar bietet die Organisationsform des Geld- und Kreditmarktes die Möglichkeit, daß an sich kurzfristig disponiertes Geld vorübergehende Anlage in Effekten sucht, die ja auch auf Grund des börsenmäßigen Handels einen mehr oder minder großen Grad von Liquidität aufweisen. Die Ausgabe von Steuergutscheinen beruhte darauf, daß diesen Papieren ein hoher Grad von Liquidität eigen ist, da sie in wenn auch beschränktem Umfange als Zahlungsmittel verwendet werden können. Der Staat betrachtet die Ausgabe von Steuergutscheinen als langfristige Kreditnahme, für den Kreditgeber hat sie aber den Charakter der kurzfristigen Ausleihung.

Doch besteht in solchen Fällen die Möglichkeit des Kursrisikos. Infolge des erhöhten Zustroms zum Kapitalmarkt und der gesteigerten Nachfrage nach Effekten können dann die Kurse steigen und wird die Rendite sinken. Dies kann mehr oder weniger die Wirkung haben, daß auf eine Anlage kurzfristiger Gelder in Effekten deshalb verzichtet wird, weil befürchtet werden muß, daß die Kurse sinken könnten, und weil der Zinsgewinn gegenüber dem Zins des Geldmarktes die mögliche Kursdifferenz nicht auszugleichen vermag. Ferner entstehen bei der Effektenanlage auch noch Kosten. Weiterhin wird die Anlage von Geldmarktmitteln auf dem Kapitalmarkt erst von bestimmten Summen an und für eine bestimmte Zeit lohnend sein. Für den Kreditgeber kommt weiter in Betracht, „ob er seine Vermögensbestände fest anlegen k a n n oder sie für seine Unternehmertätigkeit zur Verfügung halten muß. Von Bedeutung ist weiter, ob er Rücklagen langfristig ausleihen oder nach kurzer Zeit neue Bestimmung sich vorbehalten w i l l, weil er der Zukunft nicht traut“ [63]).

Wieweit die Mittel, die den Banken zuströmen, langfristig angelegt werden können oder kurzfristig angelegt werden müssen, steht nicht fest. Oft bleiben kurzfristig bei der Bank disponierte Gelder längere Zeit stehen. Sie können ebenso plötzlich abgerufen werden. Inwieweit Bankgelder dem Kapitalmarkt zufließen können, ist daher für die Banken ebenso ein Liquiditätsproblem. Die Liquiditätsgrenze der Banken aber bestimmt der Staat.

63) Hesse, a.a.O., Bd. II, S. 199.

Die Auffassung, daß eine Bewegung zwischen Geld- und Kapitalmarkt auf Grund der Eigenart der Organisationsform möglich ist, erfährt noch eine Ergänzung durch die Tatsache, daß an sich langfristiger Kreditbedarf mit Geldmarktmitteln finanziert wird. Ein Beispiel dafür sind die Schatzanweisungen des Reiches, die auf dem Privatdiskontmarkt gehandelt werden, aber eine mehrjährige Laufzeit haben. Es liegt hier die gleiche Erscheinung vor, wie wenn Geldmarktmittel auf den Kapitalmarkt gezogen werden. Die bereits auf dem Geldmarkt befriedigte Nachfrage belastet den Kapitalmarkt nicht mehr, sie trägt damit zu einer Ermäßigung des langfristigen Satzes bei.

So ergibt sich also auch hier, daß die Bankrate, indem sie auf die Sätze des Geldmarktes einwirkt, auch den Zinssatz des Kapitalmarktes beeinflußt. Die Senkung des Kapitalmarktzinses ist auch in letzter Zeit durch das Heruntergehen der kurzfristigen Sätze weitgehend bestimmt worden. Die Diskontpolitik ist ein Bestandteil der Zinspolitik geworden.

III. Problemwandel der Diskontpolitik mit ihrem Eintritt in das System der Zinspolitik.

Die Wandlung, die die Diskontpolitik vom währungspolitischen Instrument hohen Ranges zum Bestandteil der Zinspolitik durchgemacht hat, erfordert ein Eingehen auf Probleme, die zum Teil schon das Gebiet der allgemeinen Zinspolitik streifen. Es ist besonders bemerkenswert, daß sich auch die frühere Diskonttheorie mit diesen eher zinspolitischen Fragestellungen befaßt hat. So widmet Hawtrey [64]) eingehende Betrachtungen der Untersuchung, inwieweit die Änderung der Kreditkosten auf den Unternehmer, besonders aber den Engros-Händler wirkt. Ebenso beschäftigt sich Schwarz[65]) mit ähnlichen Gedanken, wenn auch seine Ausführungen zunächst noch kein schlüssiges Urteil bringen. Auch bei Keynes[66]) steht die Theorie der Diskontpolitik in engster Verbindung mit zinspolitischen Fragen. Das alles ist kein Zufall. Nichts charakterisiert die Wandlung der Diskontpolitik zum Bestandteil der Zinspolitik so offensichtlich, nichts zeigt so logisch die innere Notwendigkeit dieser Wandlung wie die Tatsache, daß jene erwähnten diskonttheoretischen Untersuchungen ihren gedanklichen Abschluß in allgemeinen Fragen des Zinses finden. Warum diese Kon-

64) Hawtrey, a.a.O.
65) Schwarz, a.a.O.
66) Keynes, a.a.O.

sequenz nicht entschieden herausgearbeitet worden ist, erklärt die geschichtliche Entwicklung.

Die Geschichte der Diskontpolitik ist unlösbar verbunden mit der Geschichte des Geldes, ganz besonders aber mit der Geschichte der Goldwährung. Erst nachdem die Goldwährung gestürzt war, konnte die Theorie der Diskontpolitik innerlich frei der Zinspolitik einen umso wertvolleren Beitrag leisten. Die Diskontpolitik ist im Laufe der Entwicklung von ihrem inneren Widerspruch zwischen binnenwirtschaftlichen Problemen, die auf das Gebiet der Zinspolitik hinauslaufen, und währungspolitischen Fragen bis zum Ende der Goldwährung nicht losgekommen. Wegen dieser Doppelnatur der geschichtlichen Diskontpolitik ist auch die Literatur über die Diskontpolitik vielfach wenig klar und ohne einheitliche Richtung. Niemand hat gewagt, den revolutionären Gedanken zu fassen, auf den währungspolitischen Einsatz der Diskontpolitik zu verzichten. Das Vordringen der oben erörterten diskontpolitischen Hilfsmaßnahmen, das uns jetzt geschichtlich zeigt, wie diese Wandlung dann doch von innen heraus und notwendig entstand, bringt eine Summe von Kompromissen, wie sie regelmäßig entscheidende Wandlungen von Auffassungen, Konstruktionen und System vorbereiten.

Wenn wir uns heute zu der Auffassung bekennen, daß die Diskontpolitik in das System der Zinspolitik einzugliedern sei, dann müssen nicht nur die Fragen angeschnitten werden, die bisher schon im Rahmen diskontpolitischer Untersuchungen behandelt worden sind, sondern auch jene, die sich von selbst aufdrängen, wenn der Gedanke der Diskontpolitik als Zinspolitik konsequent zu Ende geführt werden soll. Noch Hawtrey geht bei der Würdigung der Wirkungen der Diskontveränderung vom Einfluß der Kreditkosten aus. Diese Argumentation trifft wegen der Unterschiedlichkeit der Rolle des englischen Großhandels im 19. Jahrhundert zu der des Großhandels heute in Deutschland nicht mehr zu, weil ihre Voraussetzungen heute nicht mehr vorliegen. Es muß daher erörtert werden, welche Bedeutung der Zinsfuß des langfristigen Kredits, der langfristigen Kapitalanlage, hat, besonders, wenn und weil wir davon ausgehen, daß die Zinsbildung in bestimmtem Umfang einen Erfolg der Diskontpolitik darstellt. Es kann sich eine Untersuchung der Wirkungen der Diskontveränderung dann nicht mehr auf den Kreis des kurzfristigen Kredits beschränken, wenn auch der Satz des langfristigen Kredits vom Diskontsatz beeinflußt wird. Allein, wenn die Notwendigkeit einer zielbewußten Z i n s politik erkannt wird, kann die Aufgabe einen Sinn erhalten,

die Diskontpolitik als Bestandteil der Zinspolitik zu begründen und ihren Rang und Einsatzbereich abzugrenzen.

Keynes legt der Veränderung der Zinssätze ebenfalls große Bedeutung bei. Er kommt zu dem Ergebnis, daß die Zinsfußänderung entscheidend sei für das Gleichgewicht von Sparrate und Investitionsrate. In Anbetracht des Umfanges der über die Keynes'schen Bücher vorliegenden Literatur wäre es unzweckmäßig, in diesem Rahmen eine Klarstellung seiner Theorie versuchen zu wollen. Im übrigen ist der Gedankengang über die Bedeutung des „natürlichen Zinses" in ähnlichen Grundzügen bereits öfters vertreten worden, u. a. von Wicksell (Geldzins und Güterpreise, a.a.O.).

Gegen den Versuch der Herstellung der Gleichgewichslage durch die Zinspolitik wendet A. Mayer ein, daß eine richtige Kaufkraftversorgung von selbst Zinsverhältnisse schaffen würde, „welche die Übereinstimmung von Sparvolumen und Investitionsvolumen herbeiführen". Zweifellos hängt das Zinsniveau auch von dem Umfange [67]) des Geld- und Kreditvolumens ab. Der Umfang des Geld- und Kreditvolumens aber richtet sich auch nach der Größe des Kreditbegehrens. Das Kreditbegehren folgt den Ertragsaussichten, die wiederum im Bereich des langfristigen Kredits, wie wir noch sehen werden, schon unmittelbar von der Zinshöhe wesentlich mitbestimmt werden. Die Zinssenkung in Deutschland hat sich aber nicht von selbst eingestellt, sondern mußte durch eine organische Zinspolitik angestrebt werden.

Natürlich kann der Staat „Kaufkraftinjektionen" (Lukas) vornehmen und dazu beitragen, daß das Geld- und Kreditvolumen sich erhöht und sich dann auch nach Überwindung der Beharrungstendenzen der niedrige Zinsfuß einstellt. Dabei ist aber nicht sicher, ob und wann diese Beharrungstendenzen auf dem Gebiete des langfristigen Kredits ohne die staatliche Zinspolitik überwunden werden können. Der Staat wird zwar vor allem dann Kaufkraftinjektionen vornehmen müssen, wenn die private Initiative wegen der allgemein schlechten Einschätzung der Zukunftsaussichten nicht ausreicht. Aber es sind dies eben „Injektionen" und es fragt sich, ob man dies als die einzige Möglichkeit betrachten will, um die Wirtschaft mit Kaufkraft zu versorgen.

Es ist auch eingewandt worden, daß die Zinsskala viel zu grob sei, um die Ausgleichsbewegungen genau bestimmen zu können. „So kann es sein, daß eine Orientierung des Zinses nach dem nächsten in Frage kommenden Punkte über oder unter dem betreffen-

---

67) Mayer, a.a.O., S. 59.

den angenommenen „natürlichen Zins" bereits zu einem Auseinanderklaffen von Neuinvestitionen und Spargeldmenge führen kann" [68]). Diese Argumentation übersieht, daß in der Rendite der Wertpapiere, d. h. im Kurs, auch die kleinste Zinsfußänderung zum Ausdruck kommt und sich durch die Kursschwankungen überträgt. Ferner ist dazu zu sagen, daß die wirtschaftlichen Erscheinungsformen und insbesondere das Lohn- und Preisniveau aus bekannten Gründen mehr oder weniger unelastisch sind und unelastisch bleiben werden. Es wirkt ferner auch das Zinsniveau überhaupt nicht auf alle Wirtschaftenden in gleicher Weise, so daß auch hier nur von einem Durchschnittswert gesprochen werden kann. Eine inflationistische Tendenz wird einerseits auf Grund der Veränderung des Zinsniveaus nicht unmittelbar in Erscheinung treten können, andererseits unterliegt die wirtschaftliche Entwicklung auch noch anderen Einflüssen.

Es ist auch nicht behauptet worden, daß die Zinspolitik das einzige Mittel darstellt, um das wirtschaftliche Gleichgewicht zu erhalten oder herzustellen.

Mit der Herstellung der Übereinstimmung zwischen Investitions- und Sparrate ist auch die Gleichmäßigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung noch nicht gewährleistet. Die Staatsführung wird sich nicht nur das Ziel setzen können, eine stete Vollbeschäftigung zu erreichen, sondern sie muß weiter eine zweckmäßige Arbeitsteilung und Investitionslenkung anstreben. Nur dann können Krisenerscheinungen, die von einer partiellen Überproduktion ausgehen, vermieden werden. Die Aufgabe, Kapitalfehlleitungen und Fehlinvestitionen zu vermeiden, kann nur durch die staatliche Wirtschaftslenkung, nicht aber allein durch die Kredit- und Zinspolitik erfüllt werden. Gerade darin liegt aber der wesentliche Unterschied zwischen der „freien" und der „gelenkten" Wirtschaft, die wirtschaftspolitische Maßnahmen harmonisch zu verbinden sucht. Auch „erhebt sich gegen eine ausschließliche Regelung des Zinses der Einwand, daß der Preis des Kredits Folge der Marktlage ist und wieder auf Angebot und Nachfrage zurückwirkt, daher die Ergebnisse einer derartigen Maßnahme schwer vorauszusehen sind" [69]).

Jedoch wird ein bestimmtes Zinsniveau entsprechend der wirtschaftlichen Entwicklung erstrebt werden müssen, um nicht von dieser Seite her Störungen im Wirtschaftsleben entstehen zu lassen.

68) Mayer, a.a.O., S. 58.
69) Hesse, a.a.O., Bd. II, S. 242.

IV. Wirkungen einer Veränderung des Einkommensfaktors Zins.

a) Wirkung der Zinshöhe auf den Sparvorgang.

Hinsichtlich der Wirkung des Zinses als Einkommensfaktor nimmt Keynes an, daß ein hoher Zins die Spartätigkeit anregt, daß „eine Erhöhung die direkte Tendenz haben wird, die Spartätigkeit zu erhöhen“ [70]). Dies kann nicht zugegeben werden.

Für den Sparvorgang sind zwei Gruppen von Wirtschaftenden zu unterscheiden. Der eine spart, weil er eine Rücklage für die Zukunft schaffen will. Würde das erstrebte Einkommen für immer und jede Zeit sichergestellt sein, dann fiele der Antrieb zum Sparen weg. Auch wenn der Zins erhöht wurde, würde dann nicht mehr gespart werden. Spart der einzelne aber, um einen bestimmten Betrag für einen bestimmten Zweck zu einem bestimmten Zeitpunkt zusammenzubekommen, dann muß er umsomehr sparen, je weniger er Zinsen erhält.

Der andere, der Geldvermögen besitzt und für den der Zins als Einkommensfaktor in Betracht kommt, wird, wenn der Zins steigt, deshalb nicht mehr sparen. Er wird im Gegenteil mehr verbrauchen können, weil sein Einkommen gestiegen ist. Wenn er aber noch kein Vermögen besitzt, jedoch in der Lage ist, soviel zu sparen, daß er später vom Zinsertrag leben könnte, dann ist nicht anzunehmen, daß er bei niedrigen Zinssätzen den Betrag verbrauchen würde. Für eine Spartätigkeit, die deshalb entsteht, weil kein Antrieb zu höherem Verbrauch mehr gegeben ist, ist der Zins wiederum belanglos. Ist der einzelne aber auf das Zinseinkommen angewiesen, dann wird er umso stärker zum Sparen gezwungen, wie der Zins sinkt, denn sein Zinseinkommen geht zurück, und das Geldkapital, das bei einem gesunkenen Zins das gleiche Zinseinkommen bringen soll, muß bedeutend höher sein. Wenn jedoch ein höherer Zins geboten werden muß, um Kredit zu erlangen, dann wird dieser höhere Zins entweder durch das Preisbildungsgesetz oder aber als Risikoprämie erklärt werden müssen.

Es kann jedenfalls zusammenfassend gesagt werden, daß die Wirkung der Zinshöhe auf den Sparvorgang wesentlich überschätzt worden ist.

Für die Erfassung des echten Sparvorgangs macht es außerdem noch einen Unterschied, ob das Einkommen auf eine Arbeitsleistung zurückgeht oder auf dem Zinsertrag einer Geldsumme beruht. Denn wird das Zinseinkommen gespart, dann entlastet das

70) Keynes, Vom Gelde, a.a.O., S. 165.

zwar den Verbrauch und wirkt sich auch so aus, daß wegen dieser Ersparnis die Investitionsquote ausgedehnt werden kann. Aber es darf nicht übersehen werden, daß dieses Zinseinkommen anderswo als Kostenfaktor eingesetzt werden muß und dort wahrscheinlich umso eher schon gespart und für die Kapitalgüterherstellung disponiert worden wäre.

b) Wirkung des Einkommensfaktors Zins auf die Richtung der Kapitalanlage.

Wesentlich wichtiger ist die Frage, wie sich der Einkommensfaktor Zins auf die Richtung der Kapitalanlage auswirkt.

Es ist unbestritten, daß die Richtung der Anlage der verfügbaren Mittel bestimmt wird durch die günstigste Ertragsmöglichkeit. Bei der Bewegung von Kapitalien zwischen Geld- und Kapitalmarkt ist das Zinsgefälle ausschlaggebend. Ebenso wirkt das Gefälle der Nutzungsgrade auf dem Kapitalmarkt selbst. Ist die Rendite festverzinslicher Papiere geringer als die Rendite der Aktien, dann wird damit die Bewegung zum Aktienmarkt begründet und ein Ausgleich hervorgerufen.

Sinkt das Zinsniveau, dann muß jede andere Verwendungsmöglichkeit, die noch einen höheren Ertrag bringt, an Anziehungskraft gegenüber der Ausleihung gewinnen. Es ist dann also rentabler zum Beispiel ein Miethaus zu bauen, sich an Fabrikunternehmungen zu beteiligen oder ein Handelsgeschäft zu eröffnen. Hier zeigt der Zins seine Bedeutung als Einkommensfaktor. Wird das Zinseinkommen auf Grund des gesunkenen Zinses niedriger, sinkt also der Einkommensfaktor Zins, dann werden andere Verwendungsmöglichkeiten aufgegriffen, die rentabler sind.

Nun sind nicht alle Eigentümer von Erwerbskapital in solchem Falle in der Lage, Mietshäuser zu bauen, sich an Unternehmen zu beteiligen oder sonstwie wirtschaftlich tätig zu sein. Sie sind darauf angewiesen, sich an den Aktienmarkt zu halten und ihr Vermögen Unternehmern zur Verfügung zu stellen, die für eine bessere Ausnützung der Kapitalien Sorge tragen können. Aber der Aktienmarkt spiegelt die wirtschaftlichen Vorgänge, auf die es hier ankommt, wieder. Würden nicht neue Papiere emittiert werden und würden sich daher die Mittel am Kapitalmarkt stauen, dann wäre das Ergebnis eine Kurssteigerung und infolge des Sinkens der Rendite eine Tendenz zur Angleichung der Zinssätze. Ob neue Emissionen auf den Markt kommen, hängt einerseits von der sachlichen Möglichkeit der Investition ab, andererseits von den Ertrags-

aussichten der neuen Investition. Die sachliche Möglichkeit der Investition wird begrenzt durch die Mittel und Arbeitskräfte, die hierfür disponiert werden können. Die Ertragsaussichten hängen von der Absatzmöglichkeit der erzeugten Produkte oder Leistungen, weiterhin aber von der Kostengestaltung ab.

Wenn nun die Ausleihung von Geldmitteln wegen des gesunkenen Zinses keinen befriedigenden Ertrag mehr bringt, dann fragt es sich, welche von den verschiedenen Verwendungsmöglichkeiten nun die größte Anziehungskraft aufweisen wird. Die Errichtung von Handelsunternehmen wird neben anderen Gründen schon solange nicht in Frage kommen, als sich die zu verteilende Gütermenge nicht erhöht hat. So bleibt denn nur die Investition als Betätigungsfeld übrig.

Wir haben unterstellt, daß die Verwendung der vorhandenen Mittel in Investitionen rentabler ist als eine langfristige Ausleihung, z. B. der Kauf von Staatspapieren. Es darf sicher davon ausgegangen werden, daß die Rentabilität der Investitionen mindestens nicht unter dem Zinsfuß des langfristigen Kredits vor der Zinssenkung gelegen hat. Das kann schon insofern angenommen werden, als ja die Eigentümer der alten Investitionen sonst schon früher bestrebt gewesen wären, ihre Werte zu verkaufen und eine andere Anlagemöglichkeit zu suchen. Sie hätten mit Verlust gearbeitet, wenn der Zinsfuß höher gewesen wäre als die Rentabilität ihres Betriebes. Wären wegen des Überwiegens der Anbieter die Preise der Unternehmen und Anlagen gefallen, dann hätte sich für die Erwerber wieder die Rentabilität erhöht.

Sinkt nun der Zins, dann ist daher eine Verwendung der Mittel in Investitionen von vornherein schon deshalb rentabler als irgendeine andere kapitalmarktmäßige Anlage, weil deren Ertrag gesunken, die Rentabilität der Investitionen aber nicht zurückgegangen, vergleichsweise sogar gestiegen ist.

Mit dem Sinken des Zinses sinkt aber nicht nur ein Einkommensfaktor, dessen Sinken die Eigentümer der Erwerbskapitalien auf rentablere Verwendungsmöglichkeiten hinweist, sondern auch ein Kostenfaktor. Damit wird das Zinsgefälle zwischen der Ausleihung der Erwerbskapitalien und dem Nutzungsgrad der Investitionen noch verstärkt, weil deren Nutzungsgrad nicht nur nicht gesunken ist, sondern noch steigt. Es kommt nun darauf an, welche Bedeutung dieser Kostenfaktor Zins in verschieden gelagerten Fällen hat.

V. Bedeutung der Kreditkosten und Kreditkostenveränderungen (Kostenfaktor Zins).

a) Erwerbswirtschaft.

1. Anlagekredit.

aa) Maßstäbe der Zinsempfindlichkeit.

Für die Bedeutung der Kreditkosten ist entscheidend, welchen Anteil sie an den Gesamtkosten ausmachen, denn hiervon hängt ihr Einfluß auf die Gewinngestaltung ab. Ferner kommt es auf die Größe der Gewinnspanne an, ob durch eine Änderung der Kreditkosten — wenn die übrigen Kosten und die Erlöse gleichbleiben — eine nennenswerte Veringerung oder Erhöhung des Gewinns eintritt.

Das Verhältnis von Eigenkapital und Fremdkapital spielt nur in einer Hinsicht eine Rolle. Ein mit Eigenkapital finanzierter Betrieb kann zunächst, wenn die Zinslast den mit Fremdkapital finanzierten Betrieb schon zu erdrücken droht, noch weiter arbeiten. Der mit Eigenkapital finanzierte Betrieb hat eine Reserve, aus der er Verluste decken kann. Es wird aber dieser Unternehmer bestrebt sein, sich von dem mit Verlust arbeitenden Betrieb zu befreien und eine bessere Anlagemöglichkeit zu suchen, wenn er nicht glaubt, daß die Zukunft diesen Verlust wettmachen wird.

Wir berücksichtigen in unserer Untersuchung das Verhältnis von Eigenkapital und Fremdkapital nicht, weil es uns darauf ankommt, zu erkennen, wie die Richtung der Kapitalanlage bei einer Zinsänderung sich verändert. Dafür ist nicht das Fremdkapital entscheidend, sondern die Differenz der Nutzungsgrade verschiedener Kapitalanlagemöglichkeiten. Die offizielle Statistik der Zinsbelastung geht dagegen von dem Grad der Verschuldung, d. h. vom Fremdkapital aus. Aber auch solche Angaben können recht aufschlußreich sein.

Viel wichtiger ist die Frage nach dem Grad der Kapitalintensität der Anlage. „Denn die Rentabilität langlebiger Kapitalgüter hängt nicht in erster Linie von den Produktionskosten, sondern von der Zinsbelastung ab“ [71]). Je länger die Dauer einer Investition ist, um so mehr treten die Produktionskosten zurück, um so mehr tritt die Zinsabhängigkeit hervor. Bei einer Investition von ewiger Dauer gingen die Amortisationen nach Null. Dagegen wächst um so mehr die Bedeutung der Zinsbelastung.

Die gesamte Zinsbelastung muß in Beziehung gesetzt werden zur

71) Rittershausen, a.a.O., S. 121.

gesamten Betriebsleistung. Entscheidend ist der Anteil, den die Leistungseinheit trägt. Auch der Gewinn ergibt sich als Anteil der Leistungseinheit.

Um die Belastung der Leistungseinheit mit Kapitalzins zu finden, ist es nötig, den Einfluß des Anlagekapitals durch eine Umschlagsziffer zu erfassen. Die Umschlagsziffer setzt die Produktionsleistung pro Jahr in Beziehung zum investierten Kapital. Mit dem Sinken der Betriebsleistung steigt der Anteil des Anlagekapitals, dessen Zinslast die Leistungseinheit trägt und umgekehrt. Dann gilt für ein Kapitalgut

bei	1	Jahr	Umschlagsdauer	die	Umschlagsziffer	100
„	2	„	„	„	„	50
„	5	„	„	„	„	20
„	10	„	„	„	„	10
„	20	„	„	„	„	5
„	50	„	„	„	„	2
„	100	„	„	„	„	1

Nun ergibt sich die durchschnittliche Zinsbelastung der abgesetzten Leistungen [72]) aus der Formel

$$\frac{\text{Zinsfuß \%} \times \text{Fremdkapital \%}}{\text{Umschlagsgeschwindigkeit}}$$

Da wir bei unserer Untersuchung nicht vom Fremdkapital ausgehen, setzen wir diesen Faktor gleich 100%.

Es folgt so

$$\frac{\text{Zinsfuß \%} \times 100\%}{\text{Umschlagsgeschwindigkeit.}}$$

Ist die Umschlagsgeschwindigkeit gleich 100, dann ergibt sich, daß die durchschnittliche Zinsbelastung der abgesetzten Leistung gleich dem zu Grunde gelegten Zinsfuß ist.

Schnettler zeigt eine einfache Tabelle für die durchschnittliche Zinsbelastung bei verschiedenen Umschlagsziffern [73]):

72) Schnettler, a.a.O., S. 231.
73) Schnettler, aa.O., S. 144.

Umschlags-Ziffer	Belastung bei 10% Zinsfuß	bei 6% Zinsfuß
80	12,5	7,5
90	11,11	6,66
100	10,0	6,0
110	9,09	5,45
120	8,33	5,0
130	7,69	4,6
140	7,12	4,28
150	6,66	4,0
200	5,0	3,0

Da die Umschlagsziffer im Nenner steht, ergibt sich ein immer größerer Anteil der Zinsbelastung an den gesamten abgesetzten Leistungen, je kleiner die Umschlagsziffer ist.

Die so gewonnenen Resultate sind jedoch kritisch zu betrachten. „Bei Beurteilung publizierter Umschlagsziffern ist in Bezug auf die Belastung der Leistungen mit betriebswirtschaftlichem Zins zu beachten, daß die prozentuale Belastung häufig in Wirklichkeit noch höher ist, als die Umschlagsziffern erkennen lassen, weil die beiden Größen, aus denen die Praxis die Umschlagsziffern errechnet, in der Regel nicht richtig sind.

Ist beispielsweise der Unternehmungsmittelverbrauch kleiner als die zu Grunde gelegten Verkaufs- bzw. Absatzziffern, dann ist die Umschlagsziffer zu hoch und damit der Zins zu niedrig errechnet, im anderen Falle umgekehrt. Ebenso ist es mit der anderen Größe: Bilanzkapital statt arbeitendem Kapital.

Weiterhin ist bei der Auswertung von Umschlagziffern noch zu beachten, daß diese nicht ohne weiteres einen Grad für die wirtschaftliche Kapitalnutzung abgeben. Es ist falsch, aus der Verschiedenartigkeit der Umschlagsziffern zweier Betriebe mit gleichen Endleistungen auf eine verschiedene Wirtschaftlichkeit zu schließen. Die Umschlagsschnelligkeit der Betriebe hat, abgesehen von Depressionszeiten gegenüber der Vorkriegszeit nicht abgenommen, sondern ist in starkem Maße gestiegen, wenn auch die offiziellen Umschlagsziffern gesunken sind, da nur der Absatz an Dritte in der offiziellen Zahl seinen Niederschlag findet. Es ist selbstverständlich, daß mehrere hintereinander geschaltete Betriebe absolut eine höhere Zinslast zu tragen haben als einstufige Betriebe. In der Umschlagsziffer kommt aber nur der Absatz der letzten Stufe zum Ausdruck, so daß als natürliche Folge in mehrstufigen Betrieben die Umschlagsziffern niedriger sind, als in einstufigen. Aus diesem Grunde sind

eben die Umschlagsziffern zweier Betriebe mit gleichen Endleistungen hinsichtlich der Zinsbelastung auch bei rechnerisch gleichartigen Beziehungsgrößen nicht ohne weiteres vergleichbar. Die Vergleichbarkeit ist nur gegeben bei Betrieben mit gleichen Produktionsstufen. Es ist deshalb zur exakten Beurteilung der Umschlagsziffern schon notwendig, die Produktionsstufen scharf abzugrenzen und jede für sich zu vergleichen“ [74]).

Wenn aber auch die auf Grund der Umschlagziffern gewonnenen Resultate gegebenenfalls nicht exakt sind, so zeigen sie doch wenigstens deutlich, welch verschiedene Bedeutung die Zinsbelastung für verschieden gelagerte Wirtschaftszweige hat.

bb) Bedeutung der Zinsbelastung in verschiedenen Wirtschaftszweigen.

Legen wir für den Wohnungsbau zum Beispiel eine 100jährige Dauer des Gebäudes zu Grunde, also die Umschlagsziffer 1, dann folgt aus

$$\frac{\text{x (Zinsfuß) . 100 (\% Fremdkapital)}}{\text{1 (Umschlagziffer)}}$$

daß bei einer jährlichen Rate aus Mieteinkünften, die einer 100jährigen Amortisation entspricht, bei einem Zinsfuß von 1% die Zinsbelastung schon 100% der erzielten Einkünfte ausmacht, denn die aus obiger Formel errechnete Zahl gibt den Prozentsatz der Zinsbelastung der Leistungseinheit an. Diese Zahl ist aber bei einem Zinsfuß von 1% und der Umschlagziffer 1 = 100. Der Zinsfuß müßte also noch geringer sein als 1%, um solch niedrige Mieten ermöglichen zu können, wie sie einem 100jährigen Kapitalumschlag entsprechen. Gehen wir von einer 50jährigen Dauer, also der Umschlagsziffer 2 aus, dann ergibt sich ein Zinsfuß von 2%, der zu 100% die Einkünfte belastet.

Eine Senkung der Mietkosten ist daher nicht in erster Linie durch Verbilligung der Herstellung zu erzielen, wenngleich rationellere Arbeitsmethoden und die Mechanisierung verschiedener Arbeiten gerade hier eine Senkung der Lohnkosten erwarten lassen, die einen Hauptteil der Baukosten ausmachen. Es kommt vielmehr darauf an, das wirtschaftliche Optimum zwischen Produktionskosten und Dauerhaftigkeit der erstellten Gebäude zu finden. Je län-

---

74) Schnettler, a.a.O., S. 144/145.

ger die Gebäude brauchbar sind, desto größer wird der Erfolg einer Senkung des Zinsfußes sein.

Ebenso ist der Zinsfuß für Land- und Forstwirtschaft ausschlaggebend. „Hier ist er weitaus der wichtigste Verbrauchsfaktor — das wichtigste Kostenelement —, wichtiger als Saatgut oder Lohnkosten". „Er ist in der Regel der ausschlaggebende Aufwand, der für eventuelle Verschuldung der landwirtschaftlichen Betriebe die Schuld trägt und deshalb bei diesbezüglichen Untersuchungen im Mittelpunkt des Untersuchungsfeldes steht" [75]).

Nachstehende Tabelle zeigt die Verschuldung und Zinslast der Landwirtschaft [76]).

Jahr	Schulden[77]) am 1. 7.	Renten u. Altenteile im Landwirtschaftsjahr	Zinslast	Zinslast in % der Verkaufserlöse
	in Milliarden Reichsmark			
1928	10,5	—	0,79	8,5
1929	11,4	—	0,92	9,0
1930	11,9	1,9	0,95	9,7
1931	12,4	1,9	0,95	11,0
1932	12,2	1,8	1,01	13,6
1933	11,8	—	0,85	13,3
1934	11,6	1,3	0,73	9,9
1935	11,3—11,4	1,0	0,65	7,8
1936	11,2—11,3	1,0	0,63	7,2

Bei Beurteilung dieser Zahlen ist zu bedenken, daß hier nur auf das Fremdkapital Rücksicht genommen ist, während wir vom Gesamtkapital ausgehen und die Grade der Kapitalnutzung bei verschiedenen Anlagemöglichkeiten untersuchen. Aber die Belastung durch den Zinsendienst für das Fremdkapital in landwirtschaftlichen Betrieben zeigt schon deutlich genug, welche Wichtigkeit die Zinsbelastung dort erreicht.

Ebenso erlangt der Zins zum Beispiel bei der Erstellung von Fabrikanlagen Bedeutung. Je kapitalintensiver der Betrieb ist, mit je längerer Dauer der Anlage gerechnet werden kann, desto mehr wird eine Kreditkostenveränderung Wirkungen erzielen. Desto höher sind auch die fixen Kosten, desto mehr wird auch das Ziel verfolgt werden, die Betriebskapazität auszunutzen.

---

75) Schnettler, a.a.O., S. 147.

76) Bericht der Reichskreditgesellschaft „Deutschlands wirtschaftliche Lage 1937/38", S. 33.

77) einschl. 300 Mill. RM Aufwertungsschulden.

Der Einwand, daß mit steigender Produktion die fixen Kosten, also auch die Zinskosten pro Leistungseinheit an Bedeutung verlieren, trifft nicht das Problem. „Denn nur Produktionsmittel bringen Ertrag, nur aus ihnen können Zinsen herausgewirtschaftet werden“ [78]). Die Möglichkeit der Gütererzeugung hat ihre Grenzen in der Produktivität des Kapitals. Nur wenn für die Menge der erzeugten Produkte keine Grenze bestünde, könnten die Kosten für den Anlagekredit bedeutungslos werden.

Nach Schnettler[79]) gelten für die Elektrizitätswirtschaft im Jahre 1927 folgende Umschlagziffern:

Vereinigte Elektrizitätswerke Westfalen G.m.b.H., Dortmund	26,1
Kommunales Elektrizitätswerk Hagen	26
Kraftübertragungswerke Rheinfelden	18
Städt. Elektrizitätswerk Breslau	31

Es ergibt sich also eine Zinsbelastung in Prozent [80]) bei einem Zinsfuß von

	3%	5%	7%	10%
Dortmund	11,50	19,17	26,82	38,30
Hagen	11,54	19,23	26,99	38,45
Rheinfelden	16,70	27,80	38,86	55,60
Breslau	9,70	16,13	22,60	32,25

Sinkt der Zins von 5 auf 3%, dann könnten also die Strompreise verbilligt werden [81]):

bei Dortmund	um 7,65%
„ Hagen	„ 7,76%
„ Rheinfelden	„ 11,06%
„ Breslau	„ 6,47%

Nehmen wir an, die Rentabilität der Werke wäre 5% gewesen, dann hätte sie sich mit der Zinssenkung von 5% auf 3% verdoppelt bis verdreifacht.

Schnettler zitiert weiter eine Aufstellung der Umschlagsziffern getrennt nach Fachgruppen, die für 1927 folgendes Bild ergibt [82]).

78) Ritterhausen, a.a.O., S. 48/49.
79) Schnettler, a.a.O., S. 147.
80) Rechenschieberergebnisse.
81) Rechenschieberergebnisse.
82) Schnettler, a.a.O., S. 146.

Umschlagziffern in Prozenten des Gesamtkapitals:

Bergbau	80
Industrie der Steine und Erden	97,64
Eisen und Metallgewinnung	120,50
Eisen-, Stahl- und Metallwaren	136,70
Maschinen-, Aparate- und Fahrzeugbau	94,31
Elektrotechnik, Feinmechanik, Optik	94,29
Chemische Industrie	108,80
Textilindustrie	123,61
Papierindustrie und Vervielfältigungsgewerbe	130,61
Nahrungs- und Genußmittelindustrie	192,91
Leder-, Kautschuk- und Holzindustrie	139,96
Gesamtsumme	110,11

Die Beurteilung der Umschlagziffern wird ergänzt durch eine Tabelle über das Verhältnis von Umlaufs- und Anlagekapital[83]):

	Personalgesellschaften		Kapitalgesellschaft.	
	Anlage-kapital	Umlaufs-kapital	Anlage-kapital	Umlaufs-kapital
Bergbau	—	—	68,77	31,23
Industrie der Steine und Erden	50,68	49,32	59,24	40,76
Eisen- und Metallgewinnung	—	—	59,14	40,86
Eisen-, Stahl- u. Metallwaren	39,26	60,74	46,50	53,50
Maschinen-, Apparate- und Fahrzeugbau	40,28	59,72	48,25	51,75
Elektrotechnik, Feinmechanik, Optik	31,23	68,77	39,62	60,38
Chemische Industrie	37,91	62,09	53,79	46,21
Textilindustrie	35,18	64,82	41,30	58,70
Papierindustrie und Vervielfältigungsgewerbe	46,93	53,07	50,97	49,03
Nahrungs- u. Genußmittelgew.	11,97	88,03	48,76	51,24
Leder-, Kautschuk- u. Holzind.	33,96	66,04	38,13	61,87
Gesamt	35,03	64,97	54,26	45,74

83) Schnettler, a.a.O., S. 158.

Für die Jahre 1925 bis 1928 macht Schnettler noch weitere Angaben, „wobei der Unternehmungsmittelverbrauch in Beziehung gesetzt ist a) zum bilanzmäßigen Gesamtkapital und b) zum effektiven Gesamtkapital“ [84]). Sie zeigen die Veränderung der Umschlagziffern in den einzelnen Jahren, ebenso aber, daß die Berechnung der Umschlagsziffern nicht gleichmäßig vorgenommen wird und die Ergebnisse von den Methoden der Erhebung und Verarbeitung bestimmt werden. Bei den Umschlagziffern ist außer den schon früher geltend gemachten Bedenken noch zu berücksichtigen, daß die Angaben Durchschnittswerte sind und in den Einzelfällen beträchtliche Schwankungen vorhanden sein können. Weiterhin kommt in Betracht, daß auch für die verschiedenen Erzeugnisse eines Betriebes eine ungleiche Zinsbelastung in Frage kommt. Jedenfalls geben die Umschlagziffern aber doch einen genügenden Einblick in die verschiedene durchschnittliche Zinsempfindlichkeit der Betriebe.

	1925		1926		1927		1928	
	a)	b)	a)	b)	a)	b)	a)	b)
Verkehrsgesellschaften[85])	1,5	0,8	1,9	1,0	2,1	0,8	3,4	0,8
Bohrgesellschaften	0,5	0,2	0,6	0,4	3,9	0,9	3,9	1,1
Betriebe der Industrie der Steine und Erden	1,8	1,6	1,8	1,0	2,3	1,1	2,2	1,4
Betriebe der Herstellung von Eisen-, Stahl- u. Metallwaren	1,3	1,7	1,3	1,1	1,7	1,6	1,6	1,3
Betriebe des Maschinen-, Apparate- und Fahrzeugbaues	1,2	0,9	1,0	0,8	1,0	0,7	1,0	0,7

Aus den auf S. 39 aufgeführten Umschlagziffern ergibt sich eine durchschnittliche Zinsbelastung der abgesetzten Leistungen in Prozent [86])

84) Schnettler, a.a.O., S. 146.
85) statt, wie bisher durchgeführt, Umschlagziffer 100, Umschlagziffer 1.
86) Rechenschieberergebnisse.

	bei einem Zinsfuß von			
	3%	5%	7%	10%
Bergbau	3,76	6,25	8,75	12,5
Industrie der Steine und Erden	3,07	5,13	7,17	10,25
Eisen- und Metallgewinnung	2,49	4,15	5,80	8,31
Eisen-, Stahl- u. Metallwaren	2,20	3,66	5,12	7,32
Maschinen-, Apparate- u. Fahrzeugbau	3,08	5,30	7,43	10,60
Elektrotechnik, Feinmechanik, Optik	3,08	5,30	7,43	10,60
Chemische Industrie	2,76	4,60	6,43	9,21
Textilindustrie	2,43	4,05	5,67	8,08
Papierindustrie und Vervielfältigungsgewerbe	2,30	3,83	4,85	7,65
Nahrungs- u.Genußmittelindustrie	1,56	2,59	3,62	5,18
Leder-, Kautschuk-, Holzind.	2,15	3,58	5,01	7,15
Gesamtsumme	2,72	4,54	6,36	9,07

Mithin ergibt sich bei einer Zinssenkung von 5 auf 3% eine Zinskostenersparnis in Prozent bei:

Bergbau	um	2,49
Industrie der Steine und Erden	„	2,06
Eisen- und Metallgewinnung	„	1,66
Eisen-, Stahl- und Metallwaren	„	1,46
Maschinen-, Apparate- und Fahrzeugbau	„	2,22
Elektrotechnik, Feinmechanik, Optik	„	2,22
Chemische Industrie	„	1,84
Textilindustrie	„	1,62
Papierindustrie und Vervielfältigungsgewerbe	„	1,53
Nahrungs- und Genußmittelindustrie	„	1,03
Leder-, Kautschuk- und Holzindustrie	„	1,43
Gesamt	„	1,82

Wenn wir annehmen wollen, daß die Rentabilität einer Unternehmung vor der Zinssenkung 5% gewesen sei, dann ist die Rentabilität gestiegen im

	mit d.Kostenersparnis v.	2,49%	um 49,9%[87])
Bergbau	„	2,06	41,2
Industrie der Steine und Erden	„	1,66	33,2
Eisen- und Metallgewinnung	„	1,46	29,2
Eisen-, Stahl- u. Metallwaren	„	2,22	44,4
Maschinen-, Apparate- u. Fahrzeugbau	„	2,22	44,4
Elektrotechnik, Feinmechanik, Optik	„	1,84	36,8
Chemische Industrie	„	1,62	32,5
Textilindustrie	„	1,53	30,6
Papierindustrie und Vervielfältigungsgewerbe	„	1,03	20,6
Nahrungs- u.Genußmittelindustrie	„	1,43	28,6
Leder-, Kautschuk-, Holzind.	„	1,82	36,4
Gesamtsumme			

Wenn wir nun prüfen wollen, welchen Anreiz zur Investition die 2%ige Zinssenkung unseres Beispiels bietet, dann haben wir einmal zu berücksichtigen, daß z. B. im Maschinen-, Apparate- und Fahrzeugbau einerseits eine Kostenersparnis von 2,22% eingetreten ist, um die sich der Gewinn erhöht, andererseits aber die Ausleihung der Geldmittel nach der Zinssenkung von 5 auf 3% ohnehin ungünstiger geworden ist als die Investition.

Es betrug vor der Zinssenkung die Rentabilität der Investition 5% und auch die Ausleihung brachte eine Rendite von 5%. Nach der Zinssenkung von 5% auf 3% beträgt aber die Rentabilität der Investition im Beispiel Maschinen-, Apparate- und Fahrzeugbau 7,22%, wogegen die Ausleihung nur 3% einbringt. Die Zinsdifferenz beläuft sich also auf 4,22%. Dabei ist noch gar nicht berücksichtigt worden, daß mit der Zinssenkung vielleicht die Preise bestimmter anderer Kostenteile gesunken sein können. Selbst in der Nahrungs- und Genußmittelindustrie, die nur eine Kostenersparnis von 1,03% hat, erreicht die Zinsdifferenz noch 3,03%.

Es darf daher wohl als bewiesen gelten, daß

a) die Zinssenkung die Rentabilität der Betriebe je nach dem Grade der Kapitalintensität steigert,
b) daß mit der Zinssenkung schon ohne die Berücksichtigung der Kostenersparnis ein Zinsgefälle zu Gunsten der Investition entsteht und
c) daß die Differenz der Nutzungsgrade der Kapitalanlagen ausreicht, um ceteris paribus einen wirksamen Anreiz zur Investition zu schaffen.

87) Rechenschieberergebnisse.

Auf die Bedingungen, unter denen diese Wirkung der Zinssenkung steht, wird noch eingegangen werden.

Wenn sinkende Kreditkosten und das Gefälle der Nutzungsgrade zwischen Investition und Ausleihung zur Investition Anlaß geben, dann muß nach dem oben Dargelegten dieser Antrieb zuerst und entscheidend beim kapitalintensiven Betrieb einsetzen. Denn gerade hier kann sich, wie wir gesehen haben, die Rentabilität entscheidend bessern, wenn der Zinsfuß sinkt. Anders gelagerte Unternehmen werden dann befruchtet werden, nicht zuerst, weil der Zinsfuß gesunken ist, sondern weil der wirtschaftliche Auftrieb, der von den Investitionen ausgeht, diesen neue Beschäftigung verschafft. Es können also auch diese nicht so kapitalintensiven Betriebe sehr bald auf Absatz und Gewinn rechnen.

Wagemann [88]) wendet dagegen ein, daß die Kreditkosten nicht die einzigen fixen Kosten sind. „Im Idealtypus der freien Ertragswirtschaft bilden festes Einkommen und damit starre Kosten fast nur die Zinseinnahmen. Das ist vielleicht auch der tiefere Grund, weswegen sie in der klassischen Nationalökonomie so stark im Vordergrund der theoretischen Diskussion stehen. Heute bildet ein großer Teil der Steuern einen ebenso starren Bestandteil" [89]). Dieser Meinung vermag man sich nicht anzuschließen, wenn man die gewaltige Steigerung des Steueraufkommens seit 1933 betrachtet. Sie beweist, daß das Steueraufkommen weitgehend elastisch ist. Der Hauptteil der Steuern fließt aus Umsatz und Gewinn, ändert sich also mit der Wirtschaftslage. Im übrigen wird noch festgestellt werden, daß eine Zinssenkung in der Depression als Anreiz zur Investition keineswegs immer auszureichen vermag. Bei einer vollbeschäftigten Wirtschaft aber treten jene starren Steuerbelastungen hinter der elastischen Steuerbelastung zurück. Daß die Zinsen die einzigen fixen Kosten sind, ist nicht behauptet worden. Es kommt aber auch nicht darauf an, sondern es ist vielmehr entscheidend, ob überhaupt ein nennenswerter Anteil der fixen Kosten eingespart werden kann und sich so der Nutzungsgrad dieser Kapitalanlage erhöht.

cc) Bedeutung der Preisgestaltung.

Der Schluß auf einen Antrieb zur Investition durch eine Senkung der Kreditkosten bzw. des Zinsniveaus ist aber auch nur solange gültig, als die Preise für Unternehmen und Anlagewerte nicht

88) Wagemann, a.a.O., S. 143.
89) Wagemann, a,a.O.

entsprechend der Zinssenkung steigen. Die Kurse des Aktienmarktes zeigen als labiles Instrument diese Tendenz deutlich an. Steigen die Preise, dann wird dem Anreiz zur Investition jedenfalls von dieser Seite eine Grenze gesetzt. Denn die Rentabilität ergibt sich aus dem Vergleich des Gewinns mit dem eingesetzten Kapital.
Wieweit die Preise der Investitionen steigen, muß von der Haltung des allgemeinen Preis- und Lohnniveaus abhängen. Das allgemeine Preisniveau wird aber von der Kostenseite her sicher nicht steigen, wenn der Zins sinkt. Ob das Preisniveau auf Grund der Veränderung des Geldvolumens steigt, hängt von anderen Faktoren ab. Solange eine Erweiterung der Produktion möglich ist, wird das Preisniveau wenigstens nicht wegen der Vergrößerung des Geldvolumens steigen, obwohl hier noch andere Einflüsse zu berücksichtigen sind.

Steigt aber das allgemeine Preisniveau nicht, dann können neue Unternehmen errichtet werden, deren Rentabilität höher ist, weil deren Preis bei geringeren Zinskosten nicht gestiegen ist. Es ergibt sich offensichtlich, daß hier der Herstellungspreis hinter dem Wert zurückbleibt. Wird das Unternehmen jetzt verkauft, dann bringt es einen Preis, der diesem Wert entspricht und der sich ergibt, wenn man den Gewinn unter Zugrundelegung des niedrigen Zinssatzes kapitalisiert. Die Bedeutung der Zinsfußänderung wird deutlich, wenn man sich vergegenwärtigt, daß der Kapitalisierungsfaktor bei einem Zinsfuß von 2% 50, bei 4% 25, bei 10% aber nur 10 beträgt.

Insofern ist es also in solcher Lage vorteilhafter, neue Investitionen vorzunehmen, als alte Unternehmen zu erwerben zu suchen, sofern das möglich ist, wenn auch zuzugeben ist, daß unter Umständen wegen dieser Differenz zwischen Wert und Preis bei der Neuinvestition auch der Preis der alten Investition nicht ganz die Höhe erreichen wird, nach der er tendiert. Das Moment der Gestehungskosten wird stets eine nennenswerte Bedeutung behalten.

Das allgemeine Preisniveau bestimmt aber nicht nur über den Preis der Investitionen deren Rentabilität. Es kommt weiter in Betracht, wie sich die Preislage der auf Grund dieser neuen Kapitalgüterinvestitionen erzeugten Produkte gestaltet.

dd) Gestaltung der Wirtschaftslage.

Ein Anreiz zur Neuinvestition kann aber auch wenigstens zunächst noch nicht sicher angenommen werden, wenn die Betriebe und Anlagen nicht voll ausgenützt waren. Dann wird sich zwar die Ertragslage der vorhandenen Unternehmungen bessern und es werden Produzenten in den Produktionsprozeß wieder eintreten können, weil ja die Zinsbelastung bei geringer Produktion, also einem

hohen Anteil der fixen Kosten, auch größere Bedeutung besitzt. Der Anteil der Zinsbelastung an der Güter- oder Leistungseinheit wird nicht nur durch die Größe des Anlagekapitals und dessen Dauerhaftigkeit, sondern auch durch den Grad der Ausnutzung der Leistungskapazität bestimmt. Neuinvestitionen setzen wirtschaftlich eine gestiegene Absatzmöglichkeit voraus, die erst nach und nach mit der Erhöhung des Beschäftigungsvolumens entsteht. Von der Größe und dem Umfang dieser Bewegung hängt auch der Anreiz zu Neuinvestitionen ab. Von den Faktoren, die eine Erhöhung des Beschäftigungsvolumens bewirken, ist die Zinsermäßigung allein nicht immer ausreichend, weil die Erwartungen der Unternehmer eine große Rolle spielen. Es wird daher auch die Kaufkraftversorgung der Wirtschaft nicht allein vom Zinsniveau bestimmt.

In Deutschland ist die Senkung des Zinsniveaus erst durchgeführt worden, nachdem die deflationistische Haltung durch „Kaufkraftinjektionen" (Lukas) überwunden war, das Beschäftigungsvolumen sich erhöht hatte, und die aus der Produktion zurückfließenden Gelder auf dem Markt Anlage suchten.

Wenn ein Unternehmer sich die Frage stellt, ob er investieren soll, dann werden zunächst die Zukunftsaussichten bestimmend sein. Er wird auch mit billigem Kredit bzw. niedrigem Zinsfuß nicht investieren, wenn er nicht erwartet, daß er den Betrieb ausnutzen und die Produkte absetzen kann. Das besagt jedoch nur, daß Produktionsmittel überhaupt nur dann Ertrag zu bringen vermögen, wenn sie wirtschaftlich eingesetzt werden können. Wenn der Unternehmer, wie gezeigt worden ist, auch bei nicht so günstigen Absatzmöglichkeiten mit billigem Kredit um so eher investieren kann, dann zeigt sich, wie empfindlich der kapitalintensive Betrieb nicht nur auf Veränderungen des Beschäftigungsvolumens, sondern auch auf die Veränderung der Kapitalkosten reagiert. Er ist empfindlich gegen Schwankungen des Beschäftigungsgrades, eben nur, weil er kapitalintensiv ist.

2. Betriebskredit (kurzfristiger Kredit).

aa) Großhandel.

Wie wir gesehen haben, sind also Zinsveränderungen für den langfristigen Kredit von Wirksamkeit. Zinssenkungen rufen vermöge des Gefälles der Nutzungsgrade der Kapitalanlagemöglichkeiten eine Tendenz zur Investition hervor; sie regen also die Wirtschaft an.

Auch für den kurzfristigen Betriebskredit, dessen Sätze sich ja der Diskontänderung viel eher anschließen, ist eine solche Bedeutung angenommen worden. „Die Stetigkeit, Gleichmäßigkeit des Diskonts ist von größter Wichtigkeit für das solide, mittlere und kleinere Geschäft in Industrie, Handel, Gewerbe, Landwirtschaft, da jeder plötzliche und starke Diskontwechsel die Kalkulation leicht über den Haufen wirft“[90]). Es wird also hier die Meinung ausgesprochen, daß auch der kurzfristige Satz eine nennenswerte Wirkung auf die Rentabilität der Betriebe hat und daher bei einer Zinsfußänderung sich die Entschließungen der Wirtschaftenden ändern.

Hawtrey hebt besonders hervor, „daß ein hoher Zinssatz zuerst auf den Engros-Händler oder den Großkaufmann wirkt . . .“[91]). Er schreibt ihm „einen Grad von Empfindlichkeit gegenüber Veränderungen der Bankrate“ zu, „der faktisch gewiß nicht besteht“[92]).

Weiter meint Hawtrey: „Eine Krediteinengung drängt den Großhändler zwecks Verminderung seiner Schulden nicht nur dazu, daß er neue Aufträge nur noch in beschränktem Maße erteilt, sondern auch dahin, daß er den Verkauf seiner vorhandenen Vorräte nachdrücklicher betreibt . . .“[93]) und „die wirklich erheblichen Folgen des hohen Bankdiskonts sind jedoch in dem Zwang zum Verkaufen zu erblicken, der auf die Großhändler ausgeübt wird und ferner in der Krediteinengung und der aus ihr folgenden Preissenkung“[94]). Der Kaufmann könne auch seine Kassenbestände nicht weiter verringern, da er „ja schon gewöhnlich mit Hilfe genau gemessener vorübergehender Aufnahme von Mitteln seine Bestände dem Bedarf anpaßt“[95]).

Von dieser Wirkung auf den Großhändler geht nach Hawtrey überhaupt der Einfluß der Diskontveränderung aus und pflanzt sich von dort auf die Produktion fort. Danach ist der Großhändler eben derjenige, „der in der Produktion die Initiative übernimmt“[96]).

Auch nach Hawtrey wirkt aber eine Krediteinengung nicht sofort. Solange noch unausgeführte Aufträge vorliegen, wird weiter produziert und weiter Kredit genommen; „erst wenn die Fabrikanten . . . ihre Erzeugung im Verhältnis zu den verminderten Aufträgen der Großhändler beschränken müssen, beginnt die Krediteinengung tatsächlich wirksam zu werden“[97]). Die Frage, wie die

90) Schwarz, a.a.O., S. 3.
91) Hawtrey, a.a.O., S. 96.
92) Keynes, „Vom Gelde“, a.a.O., S. 157.
93) Hawtrey, a.a.O., S. 99.
94) Hawtrey, a.a.O., S. 143.
95) Hawtrey, a.a.O., S. 99.
96) Hawtrey, a.a.O., S. 22.
97) Hawtrey, a.a.O., S. 97.

Kreditkostenveränderung auf den Großhändler wirkt, ist also nicht nur für die Lage des Handels selbst wichtig, sondern auch für die Produktion. „Mit der Größe der Betriebe wachsen auch die konstanten Kosten. Je mehr sie die proportionalen Kosten überwiegen, um so mehr wird der Unternehmer zur Ausdehnung der Produktion bis an die Grenze der vollen Ausnutzung der Anlage gezwungen und vom Handel abhängig“[98]). Es fragt sich also, ob der Handel seinerseits von der Diskontfestsetzung und der Höhe der Kosten des kurzfristigen Kredits so sehr abhängt.

Die Bedeutung der Kreditkosten folgt der Größe des Kreditbedarfs, und so folgert Hawtrey: Beim Großhändler ist „der von seinem Rohgewinn abzusetzende Gegenposten für Versicherung, Miete, Löhne usw.“ . . „ganz gering im Vergleich zum Gesamtwert der Waren“, die aus Kredit gekauft und auf Lager gehalten werden müssen. „Der Gegenposten auf Rechnung des Zinses ist daher keinesfalls unwesentlich“[99]).

Eine schlüssige Beweisführung über die Wirksamkeit der Kreditkosten im Handel wird in der Literatur nicht gegeben. Schwarz erklärt: „Ein genaues Bild über die schädliche Wirkung übermäßig hoher Diskontsätze auf das geschäftliche Leben, namentlich für das mittlere und kleine Gewerbe zu gewinnen, ist leider sehr schwer“[100]). Und er fügt hinzu, wenn sich auch sicheres statistisches Material nicht beibringen lasse, so bewiesen doch schon die Erfahrungen des täglichen Lebens, welch schweren Nachteil Diskontsätze von 6, 7, 7½%, die in Wirklichkeit für viele Geschäftsleute einen Zins von 8, 10 und mehr % bedeuteten, für diese Erwerbskreise zur Folge hätten[101]). Es läßt sich aber auch die Wirkung der Diskontpolitik nicht leicht übersehen und abgrenzen und das kann dazu führen, daß die Diskontpolitik einseitig überschätzt oder aber ebenso einseitig unterschätzt wird.

Es muß berücksichtigt werden, daß nicht alle Kreditkosten sich als Zinsen ausdrücken. Wenn beim Lieferantenkredit 3 Monate Ziel gewährt werden oder innerhalb kurzer Frist mit Skonto bezahlt werden kann, dann ist die Zinsbelastung unter Umständen in der Preisstellung berücksichtigt und entgeht so der statistischen Erfassung der Zinskosten.

In der Tat scheint der Zins einen beachtenswerten Kostenfaktor darzustellen, wenn die Gewinnspannen klein sind und große mit

98) Hesse, a.a.O., Bd. III, S. 220.
99) Hawtrey, a.a.O., S. 21.
100) Schwarz, a.a.O., S. 202.
101) Schwarz, a.a.O., S. 203.

Kredit finanzierte Umsätze in Betracht kommen oder auch, wenn man den Nutzungsgrad des Eigenkapitals abschätzt, dessen Zinsen kalkulatorisch ebenfalls in Rechnung gestellt werden müssen. Dabei muß aber berücksichtigt werden, daß die Kreditkosten nicht nur von der Höhe des Zinsfußes und der Größe der Summe, sondern auch von der Dauer des Kredits abhängen. Je öfter das Lager umgeschlagen werden kann, um so geringer wird die Bedeutung der Zinskosten des kurzfristigen Kredits. Weiterhin kommt hier doch nur die Zinsspanne in Betracht, um die der Zins gesenkt oder erhöht wird. Es wirkt daher auf den Großhändler an zweifacher Hinsicht nur ein Bruchteil der Kreditkosten. Die Größe dieses Teiles bestimmt einmal die Umschlagshäufigkeit und zweitens die Spanne der Zinsfußänderung. Wird also der Diskont bzw. der Zins von 3 auf 4% erhöht, ändert er sich also um 1%, dann wird, wenn man zum Beispiel einen fünffachen Lagerumschlag pro Jahr zu Grunde legt, die wirksame Änderung eben nur $^1/_5$% betragen. Eine Änderung der Zinsbelastung um solch geringe Größen kann aber die Entscheidungen der Großhändler sicher nicht beeinflussen, wenn man diese Zinsdifferenz mit der Höhe anderer Kosten und dem erzielten Gewinn vergleicht.

Wie aus der Einzelschrift des Statistischen Reichsamtes „Betriebsstruktur und Kostengestaltung in wichtigen Gewerbezweigen" Teil III hervorgeht, belaufen sich die Umschlagziffern des Großhandels in der Regel auf mehrere 100 Prozent. Daher kann auch für den Großhandel eine entscheidende Wirkung der Kreditkosten nicht angenommen werden.

Für den nachstehend versuchten Nachweis der Zinsausgaben des Großhandels nach der eben erwähnten Statistik muß andererseits berücksichtigt werden, daß hier vom Fremdkapital ausgegangen ist, dessen Anteil verschieden hoch ist, dann aber Kreditkosten nicht erfaßt werden, die wie beim Lieferantenkredit sich nicht in Zinskosten ausdrücken.

Die Kostenanteile sind je nach der Betriebsgröße verschieden. Sie werden insgesamt in Prozent vom Umsatz mit dem Wachsen der Betriebsgröße in der Regel immer kleiner. Wegen der verhältnismäßigen Gleichartigkeit der Höhe der Zinszahlungen ist auf die Aufgliederung nach Betriebsgrößenklassen verzichtet worden. Das Bild über die Bedeutung des kurzfristigen Kredits ist absolut eindeutig.

[102]) Durchschnittszahlen je Betrieb in Prozent des Umsatzes.

Zinsen:	für Hypotheken	f.Dauerschulden (ohne Hypotheken u. Grundschulden)	f.laufende Schulden	Kosten insgesamt für Betriebe mit eigenem Grundstück	Kosten insgesamt für Betriebe in gemiet. Räumen	Reineinkünfte aus Gewerbebetrieb m.eigenem Grundstück	Reineinkünfte aus Gewerbebetrieb in gemiet. Räumen
Tabakwaren	0,1	0,0—0,1	0,0—0,1	4,7— 6,2	4,7— 6,3	1,1— 4,3	1,0— 4,8
Kohle	0,0—0,2	0,0—0,3	0,0—0,1	3,4—10,7	2,8—10,8	1,7— 7,4	1,7— 7,1
Mineralöl	0,1—0,5	0,1—0,3	0,1—0,3	10,5—23,3	10,6— 13,9	2,9—16,3	2,7—15,3
Eisen und Stahl	0,0—0,5	0,0—0,1	0,1—0,3	3,9— 9,8	5,3—12,9	2,1— 6,5	2,1— 8,6
Wolle	—	0,0—0,2	0,1—0,3	—	3,8— 7,8	—	1,5— 6,7
Baumwolle	—	0,0—0,1	0,1—0,2	—	3,4— 6,8	—	1,1— 6,0
Schrott	—	0,0—0,5	0,1—0,2	13,5—25,7	13,6—25,1	4,7—13,1	4,6—12,5
Holzhandel	0,1—1,1	0,1—0,9	0,3	13,4—21,5	13,5—22,6	4,9—16,3	4,8—24,0
Baustoffe	0,1—0,2	0,1—0,2	0,2	9,2—13,2	9,3—13,6	3,5— 8,7	3,5— 8,3
Werkzeugmaschinen	—	0,0—0,1	0,1—0,2	7,4—10,9	---	17,2—24,9	9,5—16,3
Fahrräder, Fahrradersatzteile	0,2—0,4	0,1—0,4	0,2—0,4	11,6—19,1	12,1—19,3	4,0— 7,9	3,8— 7,3
Eisenwaren	0,1—0,2	0,1—0,4	0,2—0,3	14,0—16,7	14,2—17,4	3,5— 6,7	3,4—11,1
Elektro und Rundfunk	0,1—0,2	0,1—0,2	0,1—0,2	14,0—14,2	14,1—16,0	4,2— 7,1	4,1— 7,8
Schwerchemikalien	0,1—0,4	0,1	0,1—0,3	12,2—16,5	8,0—16,8	4,6—11,9	2,0—11,5
Uhren	—	0,2—0,4	0,1—0,2	—	14,4—17,1	—	5,5—11,4
Feinpapier	—	0,2—0,4	0,1—0,3	—	12,9—13,7	—	3,1— 7,3
Tuchgroßhandel	—	0,3—0,7	0,2—0,4	—	15,3—17,1	—	7,0—11,5
Stoffe	0,1—0,6	0,2—0,6	0,2—0,3	—	13,2—14,9	—	5,2— 9,0
Häute und Felle	0,0—0,4	0,1—0,3	0,2—0,3	7,1—11,1	7,2—11,4	3,1—10,7	3,0—10,4
Schuhleder	—	0,1—0,3	0,1—0,3	—	7,4—16,1	—	4,0—11,9
Technischer Bedarf	0,1—0,9	0,1	0,1—0,4	13,7—19,2	13,8—19,5	6,8—17,6	6,7—16,6

102) Auf Grund von: Betriebsstruktur und Kostengestaltung, a.a.O., Teil III.

Es ergibt sich aus dieser Aufstellung, daß der tatsächlich geleistete Zinsendienst für den kurzfristigen Kredit kostenmäßig nicht ins Gewicht fällt. Das erklärt sich schon daraus, daß hier mehr die Größe des Lagerumschlags als des Kapitalumschlags zur Geltung kommt, weil das Anlagekapital an sich nur verhältnismäßig geringen Umfang hat. Die Betrachtung der Umschlagshäufigkeit des Anlagekapitals schaltet für eine Untersuchung des kurzfristigen Kredits überhaupt aus, weil die Investition ihrer Natur nach eine langfristige Finanzierung erfordert, ganz gleich, welche Finanzierungstechnik gewählt wird.

Wenn die Gewinnspannen beim Großhandel in der Regel gering sind und alles von der Größe des Umsatzes abhängt, so muß gerade deshalb der Großhändler versuchen, den Umsatz auszudehnen, solange ihm überhaupt ein Gewinn verbleibt. Er wird, wenn sein Umsatz steigt, meist weder das Lager verkleinern können noch müssen, wenn die Kreditkosten auf Grund einer Diskonterhöhung steigen. Erst wenn jeder weitere Umsatz Verluste bringt, wird er Umsatz und Lagerhaltung einschränken müssen.

Es ist nun noch die Frage, inwieweit die Lagerhaltung überhaupt elastisch gehalten werden kann, inwieweit also von dort aus die Möglichkeit vorliegt, auf Kreditkostenänderungen zu reagieren. Die Lagerhaltung kann elastisch sein, wenn eine Vielzahl von Artikeln in Frage kommt, deren Anzahl vergrößert oder eingeschränkt werden kann. Bei wenigen vertretbaren Warengattungen kann aber die Lagerhaltung durchaus verhältnismäßig stabil sein, weil ein großes Lager hier nur dann einen Vorteil bedeutet, wenn mit steigenden Preisen gerechnet werden kann oder eine Ausdehnung des Umsatzes erwartet wird, während im Falle gleichbleibender Preise und gleichbleibender Absatzlage ein größeres Lager wohl höhere Kosten, aber keinen wirtschaftlichen Vorteil versprechen würde. Andererseits kann das Lager, das auf einen bestimmten Umsatz zugeschnitten ist, nicht ohne Schaden verkleinert werden, wenn nicht der Umsatz zurückgeht. Die Größe der Lagerhaltung wird mithin nicht von der Höhe des Diskonts, sondern von den Absatzaussichten und von der Entwicklung der Preisgestaltung bestimmt.

Auch Hawtrey gibt zu, „daß steigende Preise als Beweggrund für die Großhändler wirken, ihre Vorräte zu vermehren, und daß daher der Zinsfuß, um eine Verminderung der Vorräte zu veranlassen, hoch genug sein muß, um dies auszugleichen“ [103]). Es ist aber festgestellt worden, daß der Diskont in der Regel eben nicht ge-

103) Hawtrey, a.a.O., S. 113.

nügt, um eine Preisdifferenz auszugleichen, außerdem aber die Absatzlage gleichfalls wesentlich höhere Bedeutung hat als eine Diskonterhöhung.

Die Ansicht, daß eine Erhöhung des Diskonts den Kaufmann zur Liquidierung seiner Lagervorräte zwingt, unterstellt, daß zugleich mit der Einengung des Kreditvolumens die Preise sinken werden. „Die Eindämmung der Umsätze und die Preissenkung treten nicht bei jeder Diskonterhöhung ein; wäre dies der Fall, dann wären die höchsten Preise beim niedrigsten und die niedrigsten Preise beim höchsten Diskont zu verzeichnen, was zweifellos nicht zutrifft. Die preissenkende Wirkung wird nur in den Fällen eintreten, in denen der Diskont den Gewinn des Unternehmers ganz wegnimmt. Dieser Punkt wird beim Effektenhandel frühzeitig, beim Warenhandel erst bei starker Erhöhung der Rate, zum Teil überhaupt nicht, bei der Industrie nur in bestimmten Produktionszweigen erreicht“ [104]).

Es macht vor allen Dingen einen entscheidenden Unterschied, ob der kurzfristige Kredit nur verteuert wird, oder ob es überhaupt unmöglich ist, Kredit zu erlangen, ob der Kreis der „unbefriedigten Kreditnehmer“ vergrößert oder verkleinert wird. Bei einer Kreditsperre wird wohl oder übel verkauft werden müssen, sofern sich Käufer finden. Lukas [105]) weist darauf hin, daß im allgemeinen die Wirkung der Diskontpolitik nicht allein auf der Veränderung des Zinssatzes beruht, sondern daß immer auch die übrigen Kreditbedingungen geändert worden sind, und daß das Ausleseprinzip den Kreis der unbefriedigten Kreditnehmer enger oder weiter spannen kann. Jedenfalls kann das nicht maßgebend sein, wenn wir die Bedeutung der Diskontschwankungen untersuchen.

Weiter wird der Kaufmann Kredit nehmen, wenn er glaubt, daß die Preise steigen werden, auch wenn der Kredit teurer geworden ist. Er kauft dann noch billig ein, weil er zu alten Preisen kauft und sich zusätzlich normalerweise noch ein Bonus bei größerer Warenabnahme für ihn ergibt, während er teurer zu verkaufen hofft. Er wird aber auch Kredit nehmen, wenn er mit größerem Umsatz rechnet und solange ihm hierbei überhaupt noch ein Überschuß verbleibt, ja er kann sogar ohne Gewinn seinen Absatz ausdehnen, wenn er im Konkurrenzkampf seinen Gegner aus dem Geschäft drängen will.

Wie sich daraus ergibt, sind für den Großhändler eben eher die Zukunftsaussichten als der Zinsfuß des kurzfristigen Kredits maß-

104) Somary, a.a.O., S. 88.
105) Lukas, a.a.O., S. 190.

gebend. Er wird bei noch so niedrigen Sätzen sein Lager nicht vergrößern, wenn er die Ware nicht absetzen kann. „Da die Kredite 1929 den deutschen Großhandel mit allen Unkosten und Provisionen kaum weniger als 10% gekostet haben dürften, die gesamten Zinslasten aber nur 13% der Gesamtunkosten ausmachten, würde bei einer 2%igen Zinsverbilligung die Ersparnis für ein ganzes Jahr nur 2,6% der Gesamtunkosten ausmachen“[106]).

Ob die Preise stabil oder elastisch sind, wird von der Eigenart der Wirtschaft abhängen. Je mehr Kartelle und marktregelnde Verbände den Markt in Monopole aufteilen, desto mehr wird die Aussicht auf eine Änderung der Preisgestaltung zurücktreten. Es können auch preispolitische Maßnahmen der staatlichen Wirtschaftspolitik die gleiche Wirkung haben.

Wenn aber die Preisentwicklung auf Grund der Eigenart der Wirtschaft selbst und wegen der Möglichkeit staatlichen Eingreifens Hemmungen unterliegt, dann kann der Veränderung des Zinses beim kurzfristigen Kredit nicht jede Bedeutung abgesprochen werden, obwohl es sich nur um recht geringe Differenzen handelt. Denn je mehr Umsatzstufen ein Produkt durchläuft, ehe es an den letzten Verbraucher gelangt, um so mehr vermögen sich die Wirkungen der Kreditkostenveränderung zu kumulieren[107]). Gerade für eine arbeitsteilige Wirtschaft mit differenzierter Aufgabenverteilung kommt dies sehr in Betracht.

Der Vollständigkeit halber soll nur noch angeführt werden, daß auch im Einzelhandel die Zinsbelastung nicht ausschlaggebend ist. Die Umschlagziffern sind zum Teil sehr hoch und eine erhebliche Zinsbelastung kommt immer nur für Betriebe mit eigenem Grundstück in Frage, soweit also die Belastung des Anlagekapitals, nicht aber der kurzfristige Kredit in Betracht kommt. Weiterhin wird im Einzelhandel mit wesentlich höheren Gewinnspannen gerechnet. Es wird aber die Rentabilität von Einzelhandelsgeschäften auch nicht maßgebend für die Richtung der Kapitalanlage sein können.

bb) Börsenmäßiger Warenhandel und Effektenhandel.

Anders liegen die Dinge beim börsenmäßigen Warenhandel ebenso wie beim Effektenhandel. Hier treten nun in der Tat alle Kostenarten hinter den Kreditkosten zurück und „seine Berechnungen liegen in kleinen und veränderlichen Prozentsätzen“ [108]). Aber eine

106) Nöll v. d. Nahmer, a.a.O., S. 201/202.
107) Lukas, a.a.O., S. 193
108) Hawtrey, a.a.O., S. 23.

Wirkung auf den börsenmäßigen Warenhandel wird sich nur dann nennenswert fortpflanzen können, wenn dieser Sparte des Handels eine wichtige Rolle zukommt. Davon ist aber nur bei den größten internationalen Umschlagplätzen der Welt auszugehen. Im übrigen können gerade hier Preisdifferenzen die Wirkung haben, daß Geschäfte bei überaus hohem Zins noch rentabel sind, wenn die Preisspannen entsprechend groß sind und der Kredit nur kurze Zeit in Anspruch genommen werden muß.

Dennoch wurde die Eigenart dieses Handels für mehrere schwere Krisen als Ursache angesehen. „Der Spekulant, der auf steigende Preise rechnet, hält durch die Belehnung einen Teil der Ware vom Markt ferne, ermöglicht durch Zurückhalten der Vorräte höhere Preise, als sie sonst zustande gekommen wären; kann er die Spekulation nicht durchhalten, weil er die Zinsen nicht mehr zu zahlen vermag oder weil immer neue Vorräte auf den Markt kommen, so müssen die belehnten Waren rasch verkauft werden, wodurch bei genügend großen Quantitäten belehnter Waren jähe Preisänderungen eintreten, da in der Belehnzeit das Angebot künstlich gemindert, in der Liquidierungszeit gesteigert wurde“ [109]).

Daraus ergibt sich aber, daß nicht die Kreditkostenveränderung, sondern die Spekulation für den wirtschaftlichen Rückschlag verantwortlich zu machen ist. Wenn der Händler die Spekulation nicht durchhalten kann, dann wird auch eine Zinssenkung seinen Ruin nicht lange aufhalten können. Ob er aber die Spekulation durchhalten kann, hängt in erster Linie davon ab, inwieweit ihm Kredit eingeräumt wird und nicht davon, was er für den Kredit zu zahlen hat.

Sehen wir aber von der Spekulation auf Preisveränderungen ab und rechnen wir mit der normalerweise bei sehr großen Umsätzen auch sehr geringen Nutzenspanne, dann kann für diesen Fall allerdings die Wirkung auf den Großhändler nicht bestritten werden.

Die gleiche Betrachtung ergibt sich beim Effektenkredit. Hier genügt ein Eigenkapital, „welches als Marge bei Kurssenkung ausreicht“ [110]). Daher ist die Nachfrage nach Effektenkredit „in hohem Maße durch Umfang und Preis der zur Verfügung gestellten Kredite beeinflußbar“ [111]). „Infolge der ungewöhnlich intensiven Ausnutzung ist die Wirksamkeit dieser Kredite außerordentlich groß. Die Brokers der New Yorker Börse schlagen ihre Konten in einigermaßen lebhaften Zeiten zweihundertmal im Jahre um — sechs-

109) Somary, a.a.O., S. 38.
110) Somary, a.a.O., S. 42.
111) Somary, a.a.O., S. 43.

bis achtmal so oft als die sonstigen Bankkunden; aber gerade aus diesem Grunde treffen stärkere Kreditentziehungen den Effektenmarkt am empfindlichsten“ [112]).

Auch hier muß hervorgehoben werden, daß eben die Kreditentziehung jene Reaktion des Händlers hervorbringt, nicht aber zuerst die Höhe der Kreditkosten. Solange der spekulativ arbeitende Händler Kredit überhaupt erlangen kann, wird ihn auch ein hoher Zins nicht abschrecken, solange die Preisdifferenzen ausreichen, auf die er rechnet. Dieser Händler ist zwar kreditempfindlich, aber weniger zinsempfindlich.

Es spielt aber auch der börsenmäßige Warenhandel und der spekulative Effektenhandel in dieser Form überhaupt nicht überall die gleiche Rolle, als daß er für die Wirtschaftslage ausschlaggebend zu sein vermöchte. Besonders in Deutschland ist mit wesentlich stabilen Verhältnissen zu rechnen, und es dürfte sich schon wegen der Möglichkeit staatlichen Eingreifens eine zügellose Spekulation hier nicht entwickeln können.

Wenn nun in der englischen Literatur regelmäßig eine Wirkung der Diskonterhöhung auf den Großhändler angenommen worden ist, muß berücksichtigt werden, daß dort vollkommen andere Verhältnisse vorlagen. „Man hatte, dem Handel der City entsprechend, stets den Importeur und Exporteur vor Augen, der allerdings bei seiner kleinen Gewinnrate durch Veränderungen des Leihzinses ebenso entscheidend beeinflußt wird wie der Effektenhändler“. „Der niedrige Diskont“, so erklärte Page vor dem Komitee von 1840, „erlaubt das Halten von großen Warenbeständen, erhöht dadurch die Preise der Importgüter, und da diese Rohstoffe sind, steigert er die Preise der exportierten Güter“; und Patterson schilderte die Wirkungen der Diskonterhöhungen in folgender Form: „Es dauert Monate, ehe eine Order auf Baumwolle oder Australwolle ausgeführt werden kann, und wenn die Bankrate in der Periode zwischen der Erteilung der Order und der Ankunft der Güter erhöht wird, findet der Importeur seine Berechnungen geändert und hat einen Verlust statt eines Gewinnes; er muß zu forcierten Verkäufen schreiten, denn nur wenige können auf bessere Zeiten warten. Seine Kunden, die für die Diskontierung der Wechsel hohe Raten zu zahlen haben, müssen weniger oder zu reduzierten Preisen kaufen“.

Diese Beweisführung ist dem internationalen Handel Londons angepaßt“[113]). „Die zur Begründung der Diskontpolitik angeführten

112) Somary, a.a.O., S. 44.
113) Somary, a.a.O., S. 90/91.

Momente hatten in der Londoner City und in der Zeit, in der sie sich ausgebildet haben, volle Berechtigung“ [114]).

cc) Produktion.

Bei der Untersuchung der Bedeutung der Kreditkostenveränderungen bei kurzfristigem Kredit auf die Produktion ist zu beachten, daß, wie schon gezeigt worden ist, hier die Zinsbelastung für den Anlagekredit um so mehr im Vordergrund steht, je mehr der Betrieb kapitalintensiv ist und mit je längerer Dauer der Anlagen gerechnet werden kann. Es nimmt aber auch die Bedeutung der Kosten des langfristigen Kredits zu, je kapitalintensiver der Betrieb ist oder je mehr die Beschäftigung sinkt, je mehr also die fixen Kosten in den Vordergrund treten. Der Fabrikant wird daher in erster Linie darauf bedacht sein, das Beschäftigungsvolumen zu erhöhen und wird zweifellos noch bei einem gestiegenen kurzfristigen Satz von der Erhöhung des Beschäftigungsvolumens Vorteil haben, solange die Betriebskapazität noch nicht ausgenutzt ist, besonders, wenn man unterstellt, daß auch der langfristige Satz steigen und auch die Zinsbelastung der Anlagen, also die fixen Kosten, für diesen Betrieb sich erhöhen könnten.

Diese Argumentation setzt voraus, daß die Kosten des Betriebskredits auch für die Produktion tatsächlich nicht ins Gewicht fallen. Nöll v. d. Nahmer[115]) geht von einem von ihm für typisch gehaltenen Beispiel der industriellen Produktion aus. Er errechnet unter Zugrundelegung eines Auftrages von 2 Millonen Reichsmark und eines Betriebskreditbedarfs von 1,5 Millionen Reichsmark bei 6monatiger Laufzeit und einer Diskontveränderung von 8 zu 6 Prozent eine Zinsdifferenz von RM 15 000.—. Es bedarf nun keiner Frage mehr, wie der Unternehmer entscheiden wird, wenn er mit diesem Auftrag seine fixen Kosten von angenommen 300 000 RM decken kann. Zweifellos wird die Ausnutzung der Betriebskapazität gerade dann noch entscheidend sein, auch wenn der Auftrag wegen der hohen Kosten des kurzfristigen Kredits keinen Gewinn mehr bringt.

Auch Hawtrey, der zwar glaubt, daß auch die Fabrikanten direkt auf eine Diskontveränderung ansprechen können, „insofern der Fabrikant Käufer von Rohstoffen und Verkäufer seines Endproduktes ist“ [116]), insofern er also die Merkmale des Großhändlers be-

114) Somary, a.a.O., S. 90.
115) Nöll v. d. Nahmer, a.a.O., S. 198/199.
116) Hawtrey, a.a.O., S. 111.

sitzt, gibt zu, daß der Fabrikant es sich leisten kann, den Kosten des kurzfristigen Kredits „nur geringe Bedeutung im Vergleich zu seinen sonstigen Ausgaben zuzumessen. Er ist vor allem daran interessiert, seine Anlagen und Arbeiter voll beschäftigt zu erhalten“ [117]). Dies bezieht sich auf den kurzfristigen Kredit. Gerade die Bedeutung der Zinsbelastung des Anlagekapitals muß dem Fabrikanten die Belastung des kurzfristigen Betriebskredits als unerheblich erscheinen lassen.

3. Psychologische Wirkungen der Diskontpolitik.

Wenn also, wie wir gesehen haben, von einer allgemeinen und nennenswerten Wirkung der Diskontpolitik in ihrem eigentlichen Bereich des kurzfristigen Betriebskredits in der heutigen Industriewirtschaft keinesfalls gesprochen werden kann, was heute gleicherweise für Handel und Produktion gilt, so bleibt doch die Frage offen, warum seit jeher nicht nur in der englischen, sondern auch in der deutschen Literatur mit solcher Bestimmtheit die entscheidende Wichtigkeit der Veränderungen der Bankrate betont worden ist.

Von verschiedenen Seiten ist auf die psychologische Wirkung als Folge einer Diskontveränderung hingewiesen worden. Der einzelne Wirtschafter übersieht die volkswirtschaftliche Entwicklung nicht, spürt nur ihre Folgen, wird von ihnen überrascht und orientiert sich an Symptomen, von deren Eindeutigkeit nicht immer ausgegangen werden kann. Als maßgebender Faktor der wirtschaftlichen Orientierung hat seit jeher der Stand und die Veränderung des Diskontsatzes gegolten und die Wirtschaft hat danach, wie auf ein Signal der Warnung oder der Ermutigung, ihre Zukunftserwartungen gerichtet, ohne daß durch die Diskontveränderung die wirkliche Kosten- und Ertragslage sich entscheidend geändert hätte. Dies ist um so eher möglich, als sich die Wirkungen der Diskontpolitik von anderen Maßnahmen und wirksamen Faktoren in der Praxis nicht ohne weiteres abgrenzen lassen und zuverlässige Zahlen hierüber nicht ermittelt worden sind.

Lukas hat bereits der Ansicht von Keynes widersprochen, daß eine solche Erwartung nicht Jahr für Jahr Bestand haben könnte, wenn sie nichts als eine Illusion und tatsächlich grundlos wäre[118]). „Denn dann sorgt eben die an die Diskonterhöhung geknüpfte Er-

117) Hawtrey, a.a.O., S. 21.
118) Keynes, „Vom Gelde“, a.a.O., S. 162.

wartung selbst für die nachträgliche Verwirklichung der Illusion“ [119]).

4. Mögliche Einschränkungen.

Das Urteil über die Bedeutung der Diskontpolitik hängt von der Beantwortung der Frage ab, welche Rolle die Zinsbelastung für die Kostengestaltung hat und wie sich bei einer Zinsveränderung die Ertragslage ändert. Die wirtschaftlichen Antriebe gehen letzten Endes von den Gewinnaussichten aus.

Freilich müssen Einschränkungen gemacht werden. Wir haben gesehen, daß der Einfluß des Diskontsatzes auf die anderen Geldsätze Bedingungen unterliegt, die schwanken und die der Eigenart und der Organisation der Geld- und Kreditverfassung und der darauf einwirkenden Wirtschaftspolitik unterworfen sind.

Es kommt darauf an, ob die Einwirkungsmöglichkeit der Diskontpolitik unterstützt oder beeinträchtigt wird, und ob die Eingriffe jene Wirkungen auf den Kreis der Zinsgestaltung zum Ziele haben oder sekundär mit sich bringen. Je nachdem kann mit einer Stabilität der Voraussetzungen gerechnet werden oder nicht. Aber schon hierbei spielt es eine Rolle, welchen Erfolg man von der Diskontpolitik erwartet und welche Aufgaben man ihr zweckmäßig übertragen zu können glaubt.

Weiterhin muß die jeweilige Wirtschaftsstruktur berücksichtigt werden. Der Erfolg der Zinspolitik wird in einem hochindustrialisierten Lande größer sein als in einem unentwickelten. In einem Lande, das der Monokultur zuneigt, wird wieder die allgemeine Absatzlage und die internationale Preisentwicklung und die Gestaltung der zwischenstaatlichen Beziehungen eher den Ausschlag geben als eine Diskontveränderung bzw. eine Änderung des allgemeinen Zinsniveaus. Ferner kommt die Abhängigkeit vom Auslandskredit in Betracht. Je mehr ein Land auf den Auslandskredit angewiesen ist oder ihn in Anspruch nimmt, um so weniger wird die binnenwirtschaftliche Entwicklung durch die eigene staatliche Zinspolitik gelenkt werden können, umso stärker aber durch die auswärtige und Währungsentwicklung bestimmt werden.

Es kann aber auch die Wirtschaftspolitik auf alle Gebiete mittelbar und unmittelbar einwirken. Wenn die Staatswirtschaft an Ausdehnung gewinnt, dann muß um so mehr die Bedeutung der Zinspoliitk zurückgehen, da die Maßnahmen des Staates nicht von privatwirtschaftlichen Gedankengängen bestimmt werden. In einer

---

119) Lukas, a.a.O., S. 198.

reinen Staatswirtschaft (Zentralverwaltungswirtschaft) gibt es keine Zinspolitik als wirtschaftspolitisches Mittel, da es keine autonomen Entscheidungen der Unternehmer mehr gibt.

Die Möglichkeit der Diskontpolitik wird also von anderen wirtschaftspolitischen Maßnahmen begrenzt. Wenn der Kapitalmarkt vom Staat für Aufgaben der Allgemeinheit in Anspruch genommen werden muß, kann auch ein niedriger Zins nicht für die Wirtschaft als Anreiz dienen. Steht billiger Kredit zur Verfügung, dann ist wieder entscheidend, ob nicht Investitionsbeschränkungen ausgesprochen werden. Betreffen die Investitions- oder Emissionsverbote nur bestimmte Zweige der Produktion, dann hebt solche Investitionslenkung die Diskontpolitik nicht auf, sie konzentriert den Anreiz zur Investition auf wenige Ziele und kann die Wirkung partiell erhöhen.

Weiterhin kommen die Zielsetzungen der Preispolitik in Betracht. Je mehr die Angebots- oder Nachfrageseite zusammengefaßt, monopolisiert ist, je weniger also die Preisbildung Ausdruck des zweckmäßigen Ausgleichs der Märkte sein kann, desto mehr wird eine staatliche Preispolitik notwendig.

Die staatliche Preispolitik kann aber auch zum Zwecke der Investitionslenkung erforderlich sein und eingesetzt werden, indem sie durch verschiedene Preisstellung die Aussichten für den einen Wirtschaftszweig (Investition) erhöht oder für einen anderen (Konsumgütererzeugung) vermindert.

So ergibt sich ein Zurückgehen der Bedeutung aller allgemein wirkenden Maßnahmen und daher auch der Diskontpolitik, je mehr der Staat unter dem Druck der Lage oder im Interesse vordringlicher wirtschaftspolitischer Zielsetzungen zu ganz unmittelbaren Maßnahmen, insbesondere mengenmäßigen Lenkungen, gelangt. So mußte auch in Deutschland auf den vollen konjunkturpolitischen Einsatz der Diskontpolitik verzichtet werden, nicht, weil „die Diskontschraube ausgeleiert ist", sondern weil sie sozusagen außer Betrieb gesetzt werden mußte, solange die Konzentration der Kräfte nur durch direkte Planung und direkten Eingriff hergestellt werden konnte. Die Zinspolitik (z. B. die Konversion) konnte also nicht eine führende und herrschende, also aktive, sondern nur eine passive, hinnehmende und anpassende, aber darum doch sehr erfolgreiche sein.

b) Der öffentliche Kredit.

Zufolge der Tatsache, daß mit der Dauer der langfristigen Anlage nicht mehr der Kostenaufwand, sondern der Zinsaufwand maß-

gebend wird, erhält die Veränderung des Zinssatzes bzw. seine Höhe gerade auch für den Staatskredit wesentliche Bedeutung. Wenn der Staat Kredit nimmt, dann steht in der Mehrzahl der Fälle nicht die Rentabilität, sondern die volkswirtschaftliche Produktivität im Vordergrund.

Diese Tatsache ist von großer konjunkturpolitischer Bedeutung. Während die Erwerbswirtschaft zu Investitionen schreitet, wenn sich die Ertragsaussichten bessern, ist der Staat hiervon unabhängig. Er kann, wenn er seine Investitionen aus konjunkturpolitischen Gründen in der Depression ansetzt, während der Schrumpfungsprozeß der Wirtschaft noch anhält, einen Konjunkturumschwung herbeiführen.

Aus der Erfüllung des staatlichen Aufgabenbereichs ergibt sich nicht ein wirtschaftlicher Erfolg unmittelbar für den Staat selbst, sondern eine Verbesserung der Bedingungen für die arbeitende Wirtschaft. Erst wenn sich dort die Gewinne erhöhen, fließen dem Staat Mittel in Gestalt des erhöhten Steueraufkommens und infolge größerer Flüssigkeit des Geld- und Kapitalmarktes weitere Kredite zu. Nur wenn der Staat sich gleichsam in der Rolle des Einzelwirtschafters betätigt, können die Ergebnisse Geltung erlangen, die wir für die Erwerbswirtschaft gewonnen haben.

Daß die betriebswirtschaftliche Rentabilität in der Regel beim öffentlichen Kredit und in der Staatswirtschaft nicht entscheidend ist, besagt aber nicht, daß die Höhe der Zinsbelastung keine Bedeutung hat. Der Zinsendienst des Staates drückt sich immer in einem Kaufkraftentzug für die Wirschaftenden des Staatsbereichs aus und zwar zu Gunsten derjenigen, von denen der Staat Kredit genommen hat, wenn auch diese Einkommen wieder versteuert werden. Das bedeutet eine Einkommensverlagerung. Denn die Beträge für den Zinsendienst, die durch die steuerliche Belastung aller aufgebracht werden, fließen als Zinseinkommen über die Staatsgläubiger der Wirtschaft wieder zu. Eine solche Einkommensverlagerung kann aber nicht als belanglos angesehen werden. Auf die Möglichkeit der Verschuldung an das Ausland, deren Bedienung einen tatsächlichen Kaufkraftverlust bedeuten würde, braucht hier nicht eingegangen zu werden, da die Bedingungen der Auslandskredite von der staatlichen Zinspolitik weitgehend unabhängig sind.

Werden durch falsche Verwendung der Mittel Güter der Volkswirtschaft konsumiert, oder führt ein Krieg zu einer Substanzverringerung des Volksvermögens, dann entsteht bei den Inhabern der Staatsanleihen die Fiktion, Forderungen gegen den Staat zu besit-

zen, während in Wirklichkeit ein effektiver Vermögensverlust stattgefunden hat.

Schon aus diesem Grunde wird der Staat einen niedrigen Zinssatz für seine Kreditaufnahme anstreben, und er hat dieses Ziel immer angestrebt, aber auch nicht immer erreicht. Es kann zwar in das Vermögen des Staates nicht vollstreckt werden. Trotzdem bedeutet die Höhe der Staatsverschuldung eine Einengung der Kreditfähigkeit des Staates, weil die Zinsbelastung mit der Verschuldung so anwächst, daß sie einen immer größeren Teil der Gesamteinnahmen beansprucht. Trotzdem ein Rückgriff auf das Vermögen des Staates nicht möglich ist, wirkt zudem bei dem Einzelnen der privatwirtschaftliche Gedankengang, nach dem Höhe und Bedingungen der Kredithergabe von der Sicherheit und dem Vertrauen abhängen.

Die große Bedeutung der Zinsfußhöhe für den Staatskredit ergibt sich rechnerisch daraus, daß der Staat zum Beispiel bei einem gegebenen Vermögen zur Zinsaufbringung von 5 Millionen Reichsmark und einem Zinsfuß von 5% für 100 Millionen Reichsmark Kredit aufnehmen kann, während diese Finanzkraft bei einem 3%igen Zinsfuß eine Verschuldung von 166 $^{2}/_{3}$ Millionen RM erlaubt. Je mehr nun der Sektor der Staatsausgaben wächst, je mehr also auch der Staat seine Kreditanforderungen steigern muß, desto mehr muß auch für den Staat die Senkung der Zinskosten erstrebenswert sein.

Das Wachsen der Staatsaufwendungen ergibt sich nicht nur aus der wachsenden Verwendung kostspieliger technischer Einrichtungen — z. B. bei der Wehrmacht — sondern auch aus dem Erwachen des Gemeinschaftsgedankens, der große Aufgaben stellt, deren Durchführung oft nur dem Staat übertragen werden kann.

Das Ziel, den differenzierten Bedarf der wirtschaftlich Bessergestellten zu erhalten, aber vor allem das Lebensniveau der breiten Massen zu heben, führt zu Aufgaben wie der Produktion des Volkswagens, des Volksschleppers und zum Wohnungbauprogramm, alles Aufgaben, die nur bei besonders niedrigen Zinskosten die erstrebte Preisstellung erwarten lassen. Ob nun dieser erforderliche niedrige Zinssatz gleichzeitig der landesübliche Zinssatz sein kann, oder ob hierfür seitens des Staates niedrigst verzinsliche Kredite auf Kosten der Steuerzahler zur Verfügung gestellt werden müssen, ist volkswirtschaftlich kein großer Unterschied.

F. Zusammenfassung.

Die Anfänge diskontpolitischen Denkens reichen zurück in die Zeit des beginnenden 19. Jahrhunderts. „Diskont bedeutet den Abzug von Prozenten des Nennwertes einer zu zahlenden Geldsumme, im besonderen die Vorwegnahme des Zinses beim Ankauf von Wechseln“[120]). Diskontpolitik besteht erst, wenn der Diskont im Hinblick auf wirtschaftspolitische Zielsetzungen festgestellt wird. „Wird der Diskont privatwirtschaftlich und volkswirtschaftlich als Mittel zum Zweck angesehen, dann ergeben sich die Fragen der Diskontpolitik“ [121]).

Zunächst bestand über die Wirkungen der Diskontveränderung keine einheitliche Anschauung. Die ersten Theorien der Diskontpolitik entwickelten sich aus den Debatten über die Währungspolitik Englands, die repräsentativen Ausdruck in der Bullionkontroverse und in der Currency- und Bankingtheorie gefunden haben. Die Praxis der Diskontpolitik schwankte zwischen diesen Anschauungen, ohne daß zunächst eine einheitliche Linie sich durchsetzen konnte.

Mit der Peels-Akte 1844 siegte in England eindeutig das Currencyprinzip. Erst auf Grund der Peels-Akte kommt es zu einer klaren Entscheidung. Das Bankgesetz, das zwei Departmente — das Banking- und das Issuedepartment — vorsieht, trennt Notenausgabe und Bankgeschäft der Bank von England. Damit verschärfen sich die Tendenzen zur Diskontveränderung, die schon die Currencytheorie in sich trägt, weil die Diskontveränderung von der Reserve des Banking-Department abhängig gemacht wird.

Die Diskontpolitik wird zunächst als reine Währungspolitik gehandhabt. Ihre Aufgabe ist es, die Veränderungen der Notenmenge mit den internationalen Goldbewegungen zu verketten. Der Theorie der Diskontpolitik liegt einerseits die naive quantitätstheoretische Auffassung zu Grunde, daß der Geldwert mit der Veränderung des Geldvolumens steigt und sinkt, andererseits die ebenfalls von Ricardo formulierte Nivellierungstheorie, wonach die internationalen Goldbewegungen zum Ausgleich des Preisniveaus auf Grund der Geldmengenveränderung führen.

Die Aufgabe dieser Währungspolitik war der Ausgleich der Wechselschwankungen in den Grenzen der Goldpunkte, der Schutz der Barreserve und die Einhaltung der gesetzlichen Deckungsvor-

120) Hesse, a.a.O., Bd. II, S. 196.
121) Hesse, a.a.O., Bd. II, S. 196.

schriften mit dem Ziele, die Währung stabil zu halten. Ihre Wirkung sollte einmal in der Herstellung eines Preisgefälles zwischen den wirtschaftsverbundenen Ländern liegen, dann aber in der Herstellung eines Zinsgefälles, um direkt die Wechselkurse beeinflussen zu können. Die Ansicht, daß durch eine Diskontveränderung immer ein Preisgefälle entsteht, hat die Praxis nicht erhärten können. Sie ist theoretisch längst widerlegt und in ihre Grenzen und auf ihre Bedingungen zurückverwiesen worden. Die Heranziehung von Auslandskrediten durch ein Zinsgefälle unterliegt allerdings ebenfalls Voraussetzungen. Dieser Erfolg der Diskontveränderung ist aber wegen ihrer primären Wirksamkeit leichter zu übersehen. Mit dem Ziele, ein Zinsgefälle herbeizuführen, ist daher die Diskontpolitik bis in die neueste Zeit eingesetzt worden.

Eine Diskontveränderung wirkt nicht nur auf das Ausland, sondern verändert auch die Bedingungen des binnenwirtschaftlichen Kredits. Insbesondere ist angenommen worden, daß eine Diskonterhöhung auf den Bereich der inneren Wirtschaft nachteilige Folgen auslöst. Demzufolge setzten Bemühungen ein, nach Möglichkeit mit unmittelbar wirkenden Maßnahmen die breiten Wirkungen der Diskontveränderung zu umgehen und die Diskontpolitik durch diskontpolitische Hilfsmaßnahmen zu ergänzen oder zu ersetzen. Es kommen hier einerseits Methoden in Betracht, die einen Goldzufluß fördern oder einem Goldabfluß direkt entgegenwirken, andererseits solche, die die Wirkungen der Diskontveränderung, wenn diese schon einmal nicht mehr zu umgehen war, sicherer durchsetzen sollten.

Es ergibt sich hier ein Wandel der Diskontpolitik insofern, als bei der Doppelnatur des Diskontproblems nun wieder die innerwirtschaftliche Seite stärkere Berücksichtigung erfährt und damit die währungspolitische Aufgabe zurücktritt. Es wird zwar die Diskontpolitik als Währungspolitik nicht aufgegeben. Je mehr aber die innerwirtschaftlichen Wirkungen an Bedeutung gewinnen, desto weniger kann die Währungspolitik auf der Diskontpolitik aufbauen. Der Widerspruch zwischen binnenwirtschaftlichen und außerwirtschaftlichen Folgen der Diskontveränderung ist nicht neu. Mit diesem Widerspruch haben die ersten diskontpolitischen Diskussionen in England begonnen.

Diese Diskontpolitik setzt eine „freie Wirtschaft", ein einheitliches Währungssystem, Freizügigkeit des Kapitals, Ausbleiben staatlicher Eingriffe und Elastizität der Preisbildung voraus. Die „freie Wirtschaft" entwickelt aus sich selbst heraus wirtschaft-

liche Machtzentren, Monopole und Zusammenschlüsse und schränkt die freie Preisbildung auf Grund des ursprünglichen Preisgesetzes ein. Ebenso sind staatliche „Eingriffe" nicht ausgeblieben. Sie beziehen sich einmal auf die innere Wirtschaftsordnung, greifen aber auch durch die Zollpolitik auf die zwischenstaatlichen Beziehungen über. Weitergehende Maßnahmen kontrollieren oder kontingentieren Export und Import. Die Devisenbewirtschaftung hebt die Freizügigkeit des Kapitals auf und führt zur Mengenbewirtschaftung der Waren im Inlande.

Im Zuge dieser Entwicklung ist zunächst die Möglichkeit, ein Preisgefälle herzustellen, weiter eingeschränkt worden. Dann aber entfiel auch die direkte Einwirkung auf die Wechselkurse durch Herstellung eines Zinsgefälles.

Die Geschichte der Diskontpolitik hat uns also die Wandlungen der Diskontpolitik in vier charakteristischen Epochen gezeigt. Die erste Epoche, die Epoche des Entstehens ist gekennzeichnet durch die große Uneinheitlichkeit der Anschauungen. Gerade deshalb ist aber diese Periode vielleicht die interessanteste, weil wir hier die Wurzel finden für die Entwicklung, die die Diskontpolitik genommen hat. Es ist der Widerspruch zwischen binnenwirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Aufgaben, auf den in der Arbeit immer wieder hingewiesen werden mußte. Dieser Widerspruch zieht sich durch die ganze Entwicklung.

Wenn in der zweiten Epoche im Rahmen der Goldwährung und geistesgeschichtlich der Blüte liberaler Auffassungen auch die währungspolitische Forderung sich durchsetzt, so zeigen doch einerseits die Krisen, die zur Suspendierung der Peels-Akte führten, und andererseits die Entwicklung auf dem Kontinent, daß die totgesagten binnenwirtschaftlichen Aufgaben von innen heraus den Wandel der Diskontpolitik schon vorbereiteten. Schon 1862 hat Adolph Wagner (Die Geld- und Credittheorie der Peelschen Bankacte) den alten Widerspruch der Diskontpolitik wieder aufgegriffen und den Weg angedeutet, den wir heute zu Ende gehen, wenn wir die Diskontpolitik als Bestandteil der Zinspolitik verstanden wissen wollen.

In der dritten Epoche kennzeichnet das Vordringen der diskontpolitischen Hilfsmaßnahmen die Lage. Wenn man die Literatur dieser Zeit verfolgt, hat man den Eindruck, daß hier ein großes Ringen um die Diskontpolitik eingesetzt hat. Bei jedem Autor streiten sich die traditionellen währungspolitischen Auffassungen, mit denen er an die Aufgabe der Klarstellung der Diskontpolitik herantrat mit der wachsenden Erkenntnis, daß der Diskont als maßgeblicher Zinsfuß des kurzfristigen Kredits, vor allem also als in-

nerwirtschaftliche Erscheinung gewertet werden muß. Die Tatsache aber, daß die Goldwährung äußerlich ihrer höchsten Vollendung sich näherte und die Idee eines solchen zwischenstaatlichen Automatismus sich immer weiter durchsetzte, verbarg im Grunde immer wieder das eigentliche Problem der Diskontpolitik, nämlich ihre innere Zwiespältigkeit und verhinderte die klare Entscheidung. So kann nicht geleugnet werden, daß diese Periode von einer spürbaren Halbheit der Auffassungen beherrscht wird, oder wenn wir so wollen, eben jene Epoche den Übergang der Diskontpolitik in das Gebiet der Zinspolitik darstellt, der umso deutlicher in Erscheinung trat, weil sich hier wie vielfach auch anderswo die Kräfte der Entwicklung mehr und mehr gestaut hatten.

Mit dieser Begründung läßt sich aber die Phase der letzten Wandlung der Diskontpolitik zur Zinspolitik noch nicht voll begreifen. Sie bedarf noch des Hinweises auf die wichtige Tatsache, daß ja schließlich auch die Zinspolitik zu einer klaren Linie ihrer Aufgaben und Bedeutung noch nicht gelangt war.

Wir konnten zwar feststellen, daß in der Literatur mehrfach der Versuch gemacht worden war, die Wirkung der Diskontveränderung als Veränderung der Kreditkosten zu erfassen. Der Erfolg der Untersuchungen ist meist über allgemeine Aussagen nicht hinausgekommen oder betrifft Spezialzweige des Großhandels, deren Bedeutung nicht entscheidend sein kann. Ferner sind diese Ergebnisse deshalb kritisch zu betrachten, weil die Untersuchung zwischen Kreditempfindlichkeit und Zinsempfindlichkeit häufig nicht klar genug unterschieden hat und die Bedeutung der Diskontveränderungen im Vergleich zu anderen wirksamen Faktoren nicht genügend abgeschätzt werden konnte. Auf die Schwierigkeit dieser Untersuchungen ist hingewiesen worden, ebenso auf die Tatsache, daß brauchbare Unterlagen und verantwortliche Statistiken nicht vorlagen.

Weiterhin war es nicht gelungen, das Geld- und Kreditsystem so einheitlich zu konstruieren, daß von einer Beherrschung der Zinssätze überhaupt oder auch über den Weg der Diskontveränderung die Rede sein konnte. In der Theorie bestand ja noch keine Einigkeit darüber, ob der Diskont ein führender oder konstatierender Geldsatz sei oder zu sein habe.

Auch die Zinstheorie bot keine sichere Erkenntnis. Die Frage, ob der Zins gerecht sei, oder was er überhaupt sei und warum er gezahlt werde oder gezahlt werden könne, beherrscht das Feld der Erörterung mehr als das Problem, ob und warum er wirtschaftspolitisch notwendig sei, was für Aufgaben er in der Wirtschaftslen-

kung habe und worin seine diesbezüglichen Wirkungen bestünden.

Die erwähnte vierte Epoche endlich bringt mit dem Zusammenbruch der Goldwährung die praktische Loslösung der Diskontpolitik von der Währungspolitik, damit eine letzte und entscheidende Wandlung der Diskontpolitik, nicht aber deren Untergang. Es ist in der Arbeit versucht worden zu zeigen, welche Stellung die Diskontpolitik nach ihrem Ursprung aus dem inneren Zwiespalt zwischen währungs- und zinspolitischen Konsequenzen und auf Grund ihrer geschichtlichen Entwicklung als Währungspolitik im System einer staatlichen Zinspolitik gewinnt. Dabei ist es unvermeidlich, daß die wehrwirtschaftlichen und kriegswirtschaftlichen Maßnahmen, insbesondere der direkte Eingriff und die Mengenlenkung, zur Zeit noch das Bild verdecken, das die Diskontpolitik im Rahmen der Zinspolitik einer staatlich gelenkten Wirtschaft zeigt.

Die Theorie der Diskontpolitik ist heute wieder aktuell geworden, weil vorauszusehen ist, daß die wirtschaftliche Entwicklung nicht bei einer Regelung stehen bleiben wird, die ihre konkreten Formen unter dem Druck der Verhältnisse erhalten hat.

Über das Schicksal der Goldwährung alter Form wird heute kaum noch zu streiten sein. Sie kann nach der Umkehr der geld- und kredittheoretischen Auffassungen unter den heutigen Umständen als überwunden gelten. Damit entfällt auch für die Zukunft die Diskontpolitik als Währungspolitik, vor allem aber deshalb, weil ihre währungspolitischen Wirkungen vielfach sekundärer Natur sind und die Ergebnisse, die in mancherlei Hinsicht im binnenwirtschaftlichen Bereich daraus folgen, der Richtung der inneren Wirtschaftspolitik widersprechen können.

Die Verhältnisse sind zur Zeit noch nicht so weit zu übersehen, daß man sagen könnte, welche Organisation für die wirtschaftliche Verbindung der Staaten sich als zweckmäßig erweisen wird. Vor allem ist die Entwicklung der Großwirtschaftsräume zu berücksichtigen, die für den internationalen Warenaustausch wesentliche Vereinfachungen bringen wird. Alles aber hängt davon ab, ob eine gewisse wirtschaftliche Zentralgewalt in den einzelnen Großwirtschaftsräumen aufgerichtet und anerkannt werden kann.

Auch als Mittel der Geldmengenregelung hat die Diskontpolitik ihr Primat eingebüßt, das bis in die neueste Zeit behauptet worden war. Damit ergibt sich für die Bankrate eine wesentlich klarere Stellung. Sie proklamiert und repräsentiert ein bestimmtes Zinsniveau, das sich in den verschiedenen Geld- und Bankzinssätzen noch differenziert. Damit tritt die Diskontpolitik endgültig in den Wirkungskreis der Zinspolitik und wird ein Bestandteil dieser.

Vergegenwärtigen wir uns die Wirkungen, die von dem Zinsniveau ausgehen. Für den kurzfristigen Betriebskredit ist der Zinssatz kostenmäßig nicht entscheidend. Dennoch kumulieren sich die Wirkungen, je mehr Umsatzstufen das Produkt durchläuft, und wenn auch auf Grund einer allgemein unelastischen Preishaltung keine direkt sichtbare Wirkung eintritt, entwickeln sich doch innere, z. T. psychologische Spannungen, die bei der Änderung auch anderer Faktoren den Ausschlag geben können. Die Warenpreisveränderung ist eine letzte Konsequenz. Sie ist die Form, in der sich die innere Spannung Luft macht. Gerade darum kommt es aber auch auf das innere Spannungsgefüge an.

Für den langfristigen Kredit ist der Zinsfuß von unmittelbarer Bedeutung. Eine Senkung der Zinsen steigert die Rentabilität der Betriebe, je mehr sie kapitalintensiv sind. Außerdem kommt bei einer Zinssenkung das Gefälle der Nutzungsgrade zwischen der Ausleihung und der Investition in Frage. Der Bau von Häusern, Fabriken, Straßen, Brücken, Bahnen, Schiffen und anderen langlebigen Kapitalgütern wird durch ein niedriges Zinsniveau angeregt und gefördert.

Dieser Betrachtung liegt der Unterschied zwischen der langfristigen und kurzfristigen Anlage zu Grunde. Daß die Fristigkeit des Kredits kein Unterscheidungsmerkmal sein kann und wenn, dann eben ein ganz äußerliches ist, scheint evident. Hier liegt aber auch die Problematik der Frage über die verschiedenen Qualitäten des Zinses. Nur wenn bewiesen werden kann, daß Zins nicht gleich Zins ist, daß sich hier mindestens zwei wirtschaftlich ganz konträre Erscheinungen gegenüberstehen, deren Gegensätzlichkeit nur verdeckt wird durch die Praxis und die Organisation des Geld- und Kreditwesens und dadurch, daß die Terminologie den Zins nach diesen Qualitäten nicht unterscheidet, kann eine Lösung gefunden werden, wie sie wohl Lukas vorschwebt, wenn er eine effektive und wesentliche Trennung von Geld- und Kapitalmarkt verlangt.

In der Tat scheinen sich die Grenzen zu verwischen, wo kurzfristiger Kredit zu langfristigem wird. Der wesentliche Unterschied liegt nicht in der Fristigkeit, sondern in der Quelle des Zinses und in der Entscheidung über die Verwendungsart der Mittel. Der Zins der langfristigen Anlage, d. h. bei und nach der Erstellung von Investitionen ergibt sich im echten wirtschaftlichen Sinn als Ertrag der eingesetzten und hierfür disponierten Mittel. „Die Rente des Erwerbskapitals beruht auf der sachlichen Ergiebigkeit und der Rentabilität des Produktivkapitals, der Zins für Produktivdar-

lehen auf der Kapitalrente der produktiv verwandten beweglichen Vermögensmittel“ [122]).

Dagegen ist der Zins des kurzfristigen Geldes nur im betriebswirtschaftlichen Sinne Ertrag, im wirtschaftlichen Sinne aber sind diese Zinsen wesentlich Kosten. Durch die Verwendung einer Maschine z. B. im Falle des langfristigen Kredits wird die Produktivität der menschlichen Arbeit erhöht. Der kurzfristige Kredit aber vollbringt eine organisatorische Leistung, indem er die Zusammenführung von Mensch und Material ermöglicht. Sie steht im selben Range wie jede andere organisatorische Leistung, insbesondere wie die Leistung des Transportwesens, das Güter und Menschen körperlich zusammenführt. Sie wirkt wie das Öl in der Maschine.

Diese Frage nach der Quelle des Zinses und damit die Grundfrage der Zins t h e o r i e steht am Ende jeder zins p o l i t i s c h e n Bemühung. Ihre Lösung, soweit überhaupt möglich, liegt außerhalb des Gegenstandes der Untersuchung.

---

122) Hesse, a.a.O., Bd. II, S. 242.

Schrifttum.

Aretz, P., Die Entwicklung der Diskontpolitik der Bank von England 1780 bis 1850. Berlin 1916.

Bagehot, W., Lombardstreet. Übers. von Beta. Leipzig 1874.

Beckerath, H. v., Kapitalmarkt und Geldmarkt. Jena 1916.

Beelitz, U., Diskont und Preise (Diss. Freiburg i. B.). Kalmünz 1932.

Budge, S., Lehre vom Gelde. Jena 1933.

Cassel, G., Theoretische Sozialökonomie. 5. Aufl. Leipzig 1932.

Dahlberg, R., Die deutsche Währungs- und Kreditpolitik 1923—26. Berlin 1926.

Diehl, K., Über Fragen des Geldwesens und der Valuta. II. Aufl. Jena 1921.

Diehl-Mombert, Ausgewählte Lesestücke zum Studium der politischen Ökonomie. Bd. I 2. Aufl. Karlsruhe 1900, Bd. II, Karlsruhe 1920.

Eynern, G. v., Die Reichsbank. Jena 1928.

Fisher, I., Die Kaufkraft des Geldes. Berlin-Leipzig 1922.

Goschen, G. I., The theorie of the foreign exchanges. 1. u. 2. Aufl. London 1863. Übers. von I. Herz. Wien 1876.

Haberler, G., Der internationale Handel. Berlin 1933.

Hahn, A., Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits. Tübingen 1930.

Hahn, A., Geld und Kredit, Tübingen 1924.

Halm, G., Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt, Jahrb. f. Nat. Ökonomie und Statistik, Bd. 70. Jena 1926.

Halm, G., Geld, Kredit, Banken. München und Leipzig 1935.

Hawtrey, R. G., Währung und Kredit. Jena 1926.

Helfferich, K., Studium über Geld- und Bankwesen. Berlin 1900.

— Das Geld. 6. Aufl. Leipzig 1923.

Hesse, A., Politische Ökonomie. Bd. II u. III. Jena 1936.

Hildebrandt, R., Die Theorie des Geldes. Jena 1883.

Hulftegger, O., Die Bank von England. Zürich 1915.

Jacobsohn, G., Die Wirkungen der Diskontpolitik auf die Zahlungsbilanz (Diss. Breslau) Breslau 1934.

Jaffé, E., Das englische Bankwesen. Leipzig 1910.

Keynes, J. M., Vom Gelde. Übers. von Dr. C. Krämer. München und Leipzig 1932.

— Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. Übers. v. Waeger. München und Leipzig 1936.

Knapp, G. Fr., Staatliche Theorie des Geldes. II. Aufl. München-Leipzig 1918.

Knies, K., Das Geld. Berlin 1885.

Landmann, I., System der Diskontpolitik. Kiel-Leipzig 1900.

Liepmann, L., Der Kampf um die Gestaltung der englischen Währungsverfassung 1819—1844. Berlin 1933.

Lukas, E., Aufgaben des Geldes. Stuttgart 1937.

Lumm, K. v., Diskontpolitik. Berlin 1926.

Machlup, F., Die neuen Währungen in Europa. Stuttgart 1927.

Marzell, H., Das Kapitalzinsproblem im Lichte des Kreislaufs der Waren und des Geldes. Jena 1929.

Mayer, A., Diskontpolitik und Kapitalmarktsätze. (Diss. Tübingen), Biberach a. d. Riß (Württ.). 1938.

Miksch, L., Der Zins als Kostenfaktor. Bankarchiv 37/38, 29, 711—713 (1. 12. 38).

Müller, F., Das Reichsgesetz über das Kreditwesen. Berlin 1935.

Neißer, H., Der Tauschwert des Geldes. Jena 1928.

Nöll v. d. Nahmer, R., Der volkswirtschaftliche Kreditfonds. Berlin 1934.
Plenge, I., Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt. Berlin 1913.
Prion, W., Das deutsche Wechseldiskontgeschäft. Leipzig 1907.
Rittershausen, H., Arbeitslosigkeit und Kapitalbildung. Jena 1930.
— Der Neubau des deutschen Kreditsystems, Berlin 1932.
Schär, J. Fr., Zahlungsbilanz und Diskont. Berlin 1908.
Schmidt, G., Der Einfluß der Bank- und Geldverfassung auf die Diskontpolitik. Leipzig 1910.
Schwarz, O., Diskontpolitik. Leipzig 1911.
Snyckers, A., Französische und deutsche Diskontpolitik. Leipzig 1910.
Schnettler, A., Der betriebswirtschaftliche Zins. Stuttgart 1931.
Somary, F., Bankpolitik. II. Aufl. Tübingen 1930.
Supino, C., Der Diskont als geldtheoretisches Problem. Wirtschaftstheorie der Gegenwart, Bd. III, Wien 1928.
Tismer, A., Grenzen der Diskontpolitik. München und Leipzig 1932.
Tolf, K., Voraussetzungen und Wirksamkeit der Diskontpolitik in England und den Vereinigten Staaten. Berlin 1932.
Wagemann, E., Moderne Methoden der Kreditpolitik. Vierteljahreshefte z. Wirtschaftsforschung, 12. Jahrg. 1937/38, Heft 2, Neue Folge, S. 138 ff.
Wagner, A., System der Zettelbankpolitik. Freiburg 1873.
— Theoretische Sozialökonomie. 2. Abt. Leipzig 1909.
— Die Geld- und Credittheorie der Peels'schen Bankacte. Wien 1862.
Wicksell, K., Geldzins und Güterpreise. Jena 1898.

Ferner wurden benutzt:

Materialien zur Vorbereitung der Bankenenquete 1933. Berlin 1933.
Einzelschriften zur Statistik des Deutschen Reiches Nr. 38, (I, II und III), Betriebsstruktur und Kostengestaltung in wichtigen Gewerbezweigen. Berlin 1938.
Enquete-Ausschuß: Die Reichsbank, Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für Geld-, Kredit- und Finanzwesen, Berlin 1929.
Reichsbank 1875—1925, Berlin, Druckerei der Reichsbank, Kom.-Verlag Fischer, Jena.
Von der Königlichen Bank zur Deutschen Reichsbank. 175 Jahre deutscher Notenbankgeschichte, Berlin 1940.
Reichsbank 1876—1900.
Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl. Bd. III, 1926, S. 254. Lotz, W., Diskonto und Diskontopolitik.

Lebenslauf.

Ich bin geboren am 28. September 1915 zu Breslau als Sohn des Bürobeamten Franz Soballa. Nach vierjährigem Grundschulbesuch trat ich in das Staatliche König-Wilhelms-Gymnasium zu Breslau (humanistisch) ein. Dort bestand ich meine Reifeprüfung am 15. 2. 1934. Vom. 1. 3. 1934 bis 28. 2. 1937 absolvierte ich meine Lehrzeit als technischer Kaufmann bei der AEG, Büro Breslau. Bis 18. 2. 1938 war ich mit verantwortlichen Aufgaben als kaufmännischer Angestellter in der Abteilung Buchhaltung der AEG, Büro Breslau tätig. Seit 1. 4. 1938 bin ich als Handelsvertreter selbständig (Großanlagenbau, Maschinen, Apparate).

Im April 1936 begann ich das volkswirtschaftliche Studium an der Universität Breslau. Hier legte ich am 20. 6. 1939 die Diplomprüfung für Volkswirte ab.

Seit 22. 11. 1939 bin ich bei der Wehrmacht.